

Потребительское кредитование Горячо, но не слишком

- **Позитивный прогноз.** Вопреки распространенным опасениям, мы в целом позитивно оцениваем кредитное качество сектора потребительского кредитования. На наш взгляд, последние изменения в отрасли не ставят под угрозу существование бизнес-модели.
- **Эффективные ставки снизятся.** Из-за давления со стороны регулирующих органов многие банки отменили ежемесячные комиссии по кредитам. По нашим прогнозам, эффективные процентные ставки снизятся до 35-40% против 40-45% в прошлом году. Тенденция к отказу от комиссий, на наш взгляд, в текущем году сохранится.
- **Качество активов.** На снижение эффективной ставки банки отреагировали ужесточением требований к заемщикам. Анализ просроченной задолженности по поколениям свидетельствует о повышении качества кредитных портфелей.
- **Рентабельность сократилась, но остается высокой.** Хотя снижение эффективных процентных ставок оказало существенное давление на показатели рентабельности, мы по-прежнему считаем, что доходы банков, занятых в потребительском кредитовании, будут более высокими, чем в среднем по банковскому сектору.
- **Ликвидность не вызывает опасений.** Несмотря на сложную ситуацию на рынке капитала в четвертом квартале прошлого и первом квартале нынешнего года, банки успешно погашали свои обязательства, преимущественно за счет сокращения портфеля кредитов. В 2008 г. серьезных проблем с рефинансированием мы не ожидаем.
- **Новое фондирование все же необходимо.** Мы полагаем, что у всех банков возникнет необходимость в привлечении фондирования на рынке капитала для финансирования дальнейшего роста. Учитывая возросший в последнее время оптимизм на долговом рынке, мы считаем вероятными новые размещения, хотя стоимость этих денег окажется выше. Зависимость от рынка долгового капитала в секторе потребительского кредитования пока остается почти полной, и ситуация изменится не скоро.

Рисунок 1. Рентабельность активов



* Чистая прибыль БРС с корректировкой на разовые статьи.

** Показатель банка Ренессанс Кредит за четвертый квартал 2007 г.

*** Данные УРСА Банка включают только результаты розничного сегмента бизнеса

Содержание

Основные тенденции и события	3
1. Давление регулирующих органов, отмена сборов и комиссий	3
2. Снижение эффективной процентной ставки	4
3. Изменения кредитной политики, динамика качества активов	5
4. Вопросы фондирования	8
5. Рентабельность	9
6. Действия рейтинговых агентств	9
Банк Русский Стандарт	11
ХКФ Банк	14
Ренессанс Кредит	16
УРСА Банк	19
Раскрытие информации	21

Основные тенденции и события

В октябре прошлого года мы опубликовали посвященный сектору отчет «*Потребительское кредитование в России: больше дыма, чем огня*». С тех пор все участники рынка представили финансовую отчетность за 2007 г. по МСФО. Задача настоящего отчета – ознакомить инвесторов с информацией по сектору потребительского кредитования в части последних изменений и финансовых результатов банков – эмитентов долговых инструментов.

Наша общая оценка кредитного качества сектора потребительского кредитования остается неизменной – мы по-прежнему считаем, что фундаментальные характеристики финансового состояния большинства специализированных банков не вызывают серьезных опасений, и в первую очередь с точки зрения ликвидности. За последние полгода банки подтвердили свою способность привлекать новые средства на рынке долгового капитала и рефинансировать обязательства за счет сокращения кредитного портфеля. Кроме того, даже после снижения эффективных процентных ставок рентабельность потребительского кредитования в России по-прежнему выше средних результатов банковской системы страны.

В первой части отчета мы остановимся на общем состоянии рынка потребительского кредитования и основных изменениях, имевших место после публикации нашего первого отчета по сектору в октябре прошлого года. Вторая часть посвящена отдельным банкам.

1. Давление регулирующих органов, отмена сборов и комиссий

С середины сентября 2006 г. различные государственные органы обращают пристальное внимание на сектор потребительского кредитования. Вопросы вызывали главным образом возможные нарушения прав потребителей банками, которые взимали множество скрытых комиссий. Действительно, банки, по нашему мнению, в определенной степени пользовались недостаточными знаниями потребителей. В результате эффективные процентные ставки (ЭПС) по некоторым видам кредитов достигали 60% и более. Для начала Банк России подталкивал кредитные организации к прямому раскрытию ЭПС, однако меры оказались малоэффективными, поскольку потребители, как оказалось, слабо воспринимают понятие ЭПС.

Летом прошлого года, после серии проверок, проведенных Генеральной прокуратурой и органами защиты прав потребителей, крупнейший игрок на рынке потребительского кредитования Банк Русский Стандарт (БРС) отказался от взимания ежемесячных комиссий и перешел к более прозрачной структуре продуктов, основанной только на процентной ставке. Мы по-прежнему считаем, что действия регуляторов были направлены не против потребительского кредитования как вида банковской деятельности, а ставили целью повышение прозрачности операций. В целом, мы готовы согласиться, что структура кредитных продуктов на тот момент (а в отдельных случаях и до настоящего времени), при которой заемщик вынужден был ежемесячно платить комиссию в размере 1.5-2% от своего кредитного лимита, а не от остатка по кредиту, зачастую вводила в заблуждение. Такая ситуация, по нашему мнению, была характерна для начальных этапов развития рынка при низкой кредитной грамотности населения.

Как мы и предполагали в прошлогоднем отчете, основные игроки на рынке потребительского кредитования последовали примеру БРС и отменили дополнительные сборы. Тем не менее, процесс перехода к прозрачным ставкам пока не завершен, поскольку не все участники рынка полностью отказались от комиссий. Некоторые государственные чиновники убеждали, что регуляторам не следует останавливаться только на лидере рынка, но необходимо продолжать работу с другими банками с целью дальнейшего повышения прозрачности в сфере потребительского кредитования для заемщиков. Например, в интервью агентству Reuters, которое 14 ноября прошлого года процитировала газета «Ведомости», начальник экспертного управления администрации Президента РФ г-н Дворкович сказал, что государственные органы не должны применять санкции только в отношении российских банков, и порекомендовал обратить внимание на деятельность зарубежных банков в России. В целом, мы полагаем, что давление на банки, сохранившие комиссии в структуре кредитных продуктов, продолжится в течение всего 2008 г.

Ниже мы приводим краткий обзор действий, предпринятых крупнейшими представителями рынка потребительского кредитования в отношении раскрытия ЭПС с октября прошлого года.

Банк Русский Стандарт

Банк отменил комиссии и сборы в сегменте POS-кредитования, автокредитования и возобновляемых продуктов (кредиты наличными и кредитные карты). Банк сохранил комиссию за снятие наличных средств при пользовании кредитными картами и получает компенсацию от страховых компаний, однако регуляторы вряд ли будут сейчас предъявлять претензии банку с самой прозрачной структурой продуктов среди участников рынка потребительского кредитования.

ХКФ Банк

- *POS-кредитование*: в ноябре прошлого года банк ввел линейку кредитных продуктов без комиссий. В настоящее время, по данным сайта банка, все потребительские кредиты предоставляются без комиссии. Ставки варьируются в диапазоне от 30% (кредиты на покупку бытовой техники и мебели) до 49% (кредиты на покупку цифровой техники и средств мобильной связи).
- *Кредитные карты и кредиты наличными*: по информации, представленной на сайте, большинство возобновляемых кредитов включают в себя условие ежемесячной уплаты комиссии. Единственное изменение, которое мы отметили в структуре продуктов, – это снижение ставки ежемесячной комиссии с 1.8% до 1.5%. Тем не менее, комиссия по-прежнему начисляется не на остаток задолженности по кредиту, а на сумму кредитного лимита. Как мы предполагаем, давление регулирующих органов сохранится, поэтому можно ожидать, что ХКФ Банк откажется от взимания комиссий уже в нынешнем году.

Согласно отчетности банка за 2007 г., ЭПС по всему кредитному портфелю составляла 42.5%, что на 5-7% выше нашей оценки средней ЭПС на рынке потребительского кредитования в 2008 г. Мы считаем возможными новые претензии регуляторов, одним из важных следствий которых может стать отмена комиссий ХКФ Банком.

УРСА Банк

По словам представителей банка, УРСА Банк отменил ежемесячную комиссию за обслуживание счета по всем потребительским кредитам, сохранив лишь комиссии за снятие наличных, просрочку платежа и некоторые другие косвенные сборы, что, по нашему мнению, не идет в разрез с позицией регулирующих органов.

Ренессанс Кредит

На данный момент КБ Ренессанс Капитал (далее Ренессанс Кредит) уже отменил ежемесячные сборы и комиссии в сегменте POS-кредитования и кредитных карт. По-прежнему взимается комиссия по кредитам наличными, выдаваемым через канал прямых продаж, которые, впрочем, составляют незначительную часть кредитного портфеля банка (менее 5% валовой суммы портфеля на конец прошлого года). Ренессанс Кредит, как и многие конкуренты, по-прежнему сохраняет значительные комиссии за снятие наличных и просрочку платежа, однако до сих пор отношение регуляторов к указанным видам комиссий не было столь негативным, как к ежемесячным комиссиям за обслуживание счета.

2. Снижение эффективной процентной ставки

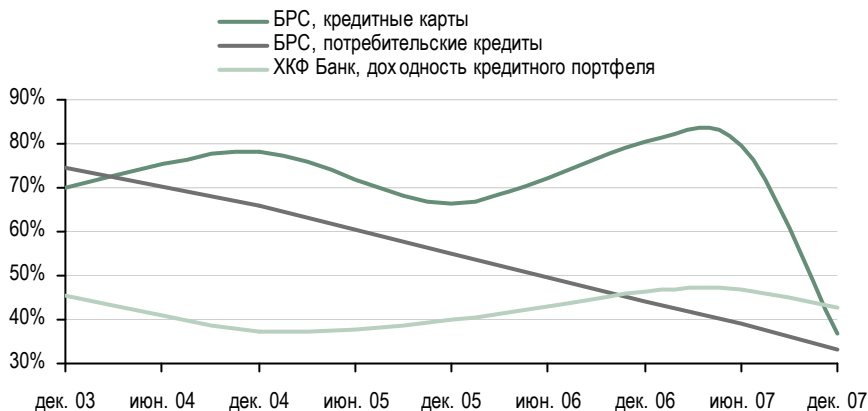
Главным последствием отмены комиссий стало снижение ЭПС, особенно заметное в сегменте возобновляемых кредитных продуктов (кредитные карты и кредиты наличными). Мы уже отмечали, что некоторые банки до сих пор не отменили комиссии, но они, как мы полагаем, будут вынуждены пойти по тому же пути если не под давлением регуляторов, то в связи с изменением конкурентной среды. На наш взгляд, новые уровни ЭПС, принятые БРС

в сентябре прошлого года, можно считать общим ориентиром эффективных ставок в потребительском кредитовании. Мы отмечаем, что декларируемые банками процентные ставки могут быть несколько ниже указанного уровня, часть доходов банки получают за счет сохранившихся комиссий за снятие наличных или просроченные платежи.

Даже в очень сложных условиях рынка долгового капитала с ноября 2007 г. по март 2008 г. банки не стали существенно повышать ставки по потребительским кредитам, в отличие от ситуации в корпоративном кредитовании. По результатам общения с руководством банков, отменивших комиссии, мы пришли к выводу, что уровень ЭПС останется в общем неизменным в течение 2008 г.

Хотя в конечном итоге фактические ставки будут в значительной степени зависеть от маркетинговой активности и конкуренции, мы прогнозируем, что в 2008 г. ЭПС в потребительском кредитовании будут находиться в диапазоне 35-40%.

Рисунок 2. ЭПС по кредитным портфелям БРС и ХКФ Банка, %



Источники: отчетность банков по МСФО, оценка Ренессанс Капитала

3. Изменения кредитной политики, динамика качества активов

В результате существенного снижения ЭПС в потребительском кредитовании многие банки существенно ужесточили критерии оценки платежеспособности и условия предоставления кредитов с целью сокращения потерь и поддержания рентабельности на высоком уровне. Мы считаем такие действия позитивными с точки зрения кредитных характеристик банков по следующим причинам:

- Ужесточение требований к заемщикам подразумевает снижение темпов роста активов и, как следствие, меньшие потребности в привлечении ресурсов и уменьшение давления на показатели достаточности капитала;
- Повышение качества кредитного портфеля означает упрощение его секьюритизации и привлечения обеспеченного активами фондирования.

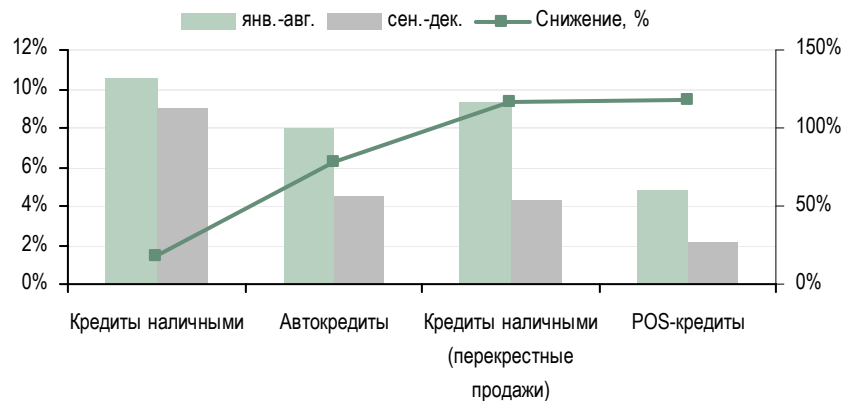
На конец прошлого года статистика просроченной задолженности еще не отражала динамику качества активов из-за относительно недавнего изменения в кредитной политике и искажений, обусловленных сезонным ростом активов. Поэтому мы сосредоточились на анализе политики кредитования и статистике просроченной задолженности по поколениям (*vintage NPL statistics*). В обоих случаях анализ подтверждает наше мнение, что применительно к большинству банков позднее выданные кредиты характеризуются более высоким качеством по сравнению с теми, что были выданы до осени 2007 г.

Единственный точный способ оценки динамики качества кредитного портфеля – так называемый анализ винтажей, в рамках которого рассматриваются кредиты, выданные в определенный период, и определяется динамика просроченной задолженности по отдельным поколениям. К сожалению, российские банки не предоставляют статистику просроченной задолженности по поколениям широкому кругу инвесторов, что мы считаем одним из самых важных нерешенных вопросов прозрачности в потребительском кредитовании. По результатам общения с руководством ряда банков мы получили по крайней мере базовую информацию о динамическом качестве кредитных портфелей. Хотя прямое сравнение показателей невозможно ввиду различий в методологии расчета показателей, мы считаем составление соответствующей статистики важным шагом на пути к повышению прозрачности и надеемся, что со временем банки станут более открытыми в предоставлении инвесторам данных о качестве активов.

Банк Русский Стандарт

Обновленная политика кредитования, внедренная банком после отмены комиссий, предполагает значительное снижение аппетита к кредитному риску. Даже агентство S&P, которое 11 апреля понизило прогноз по рейтингу БРС со «стабильного» до «негативного», отметило в своем пресс-релизе, что положительный эффект от пересмотра бизнес-модели уже привел к улучшению качества активов (о чем свидетельствуют данные винтажного анализа). Наш анализ просроченной задолженности БРС по поколениям, основанный на предоставленной менеджментом информации, показывает, что разница в качестве кредитов, выданных до и после сентября прошлого года (когда была принята новая стратегия банка), действительно ощутима. Полученные от банка данные и наши собственные расчеты по динамике просроченной задолженности (на 90 дней и более, 4 месяца на балансе) по кредитам, выданным в январе-августе и сентябре-декабре прошлого года, представлены на рис. 3.

Рисунок 3. Банк Русский Стандарт: доля проблемных кредитов (просроченных на 90 дней и более, 4 месяца на балансе) по поколениям, %



Источники: данные банка, оценка Ренессанс Капитала

Данные свидетельствуют о существенной разнице в качестве кредитов, выданных до и после отмены комиссий. Хотя устойчивость данной тенденции пока не подтверждена временем, мы считаем достигнутые результаты позитивными признаками, указывающими на успех действий банка по улучшению качества активов. Новая бизнес-модель предусматривает подход к ценообразованию кредитных продуктов, основанный на оценке рисков, поэтому снижение ЭПС, как мы предполагаем, может быть в значительной степени компенсировано за счет сокращения кредитных потерь. Представленные на рисунке показатели также подтверждают, что сокращение объемов кредитования в четвертом квартале прошлого года можно хотя бы частично объяснить значительным ужесточением критериев принятия риска.

ХКФ Банк

ХКФ Банк оказался единственным не предоставившим какой-либо статистики о просроченной задолженности по поколениям. Тем не менее, новые стандарты раскрытия информации в соответствии с МСФО-7, на наш взгляд, также позволяют оценить динамику качества активов. Наши основные выводы по итогам изучения данных по портфелю кредитов в отчетности ХКФ Банка по МСФО представлены ниже.

- По состоянию на конец 2007 г. отношение просроченной задолженности к портфелю кредитов снизилось до 12.1% против 14.2% годом ранее. По нашему мнению, важнейшим фактором стал стремительный рост активов, зафиксированный в октябре-декабре прошлого года (+30.5%).
- Другим фактором снижения показателя просроченной задолженности стал портфель ипотечных кредитов, выданных в 2007 г. в объеме 4.2 млрд руб., тогда как на конец 2006 г. портфеля ипотечных кредитов у банка практически не существовало. С поправкой на ипотечные кредиты коэффициент общей просроченной задолженности составил бы 12.9%.
- Нам представляется, что в 2007 г. банку удалось улучшить качество портфеля в сегменте POS-кредитования, где коэффициент просроченной задолженности снизился с 18.0% до 14.2%.
- Тревожным сигналом мы считаем значительное повышение показателей просроченной задолженности в сегменте кредитных карт (с 8.5% до 12.4%). Мы склонны связывать этот факт со значительным смягчением критериев кредитования, что обусловило стремительный рост портфеля в 2007 г. (на 83.1% за год), но одновременно привело к повышению отношения просроченных ссуд к кредитному портфелю.

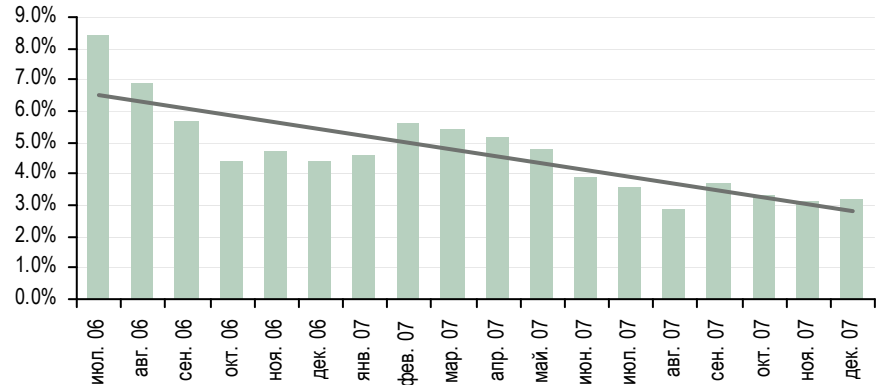
В целом, качество кредитного портфеля ХКФ Банка мы оцениваем как более низкое по сравнению с показателями БРС. Факт резкого ухудшения качества портфеля в сегменте возобновляемого кредитования напоминает о ситуации, с которой ХКФ Банк столкнулся в 2005 г. Тогда после более чем трехкратного увеличения кредитного портфеля в 2004 г. резко возрос коэффициент просроченной задолженности (до 17.9% по состоянию на 31 июня 2005 г.). Можно предположить, что система управления рисками с тех пор получила значительное развитие, однако рост просроченной задолженности в январе-июне 2008 г. представляется нам весьма вероятным.

Ренессанс Кредит

Банк Ренессанс Кредит предоставил нам детализированный анализ винтажей, и ниже приведены наши основные выводы.

- Низкий уровень просроченной задолженности у банка Ренессанс Кредит объясняется не только стремительным ростом активов, но отражает и действительно высокое качество кредитного портфеля. Средний уровень просроченной задолженности (более 90 дней, 4 месяца на балансе) по кредитам, выданным в январе-ноябре 2007 г., не превышает 4.2%.
- Несмотря на некоторые сезонные колебания, с лета 2006 г. уровень просроченной задолженности последовательно снижался: если средняя доля просроченной задолженности (более 90 дней, 4 месяца на балансе) по кредитам, выданным в сентябре-ноябре 2006 г., составляла 4.9%, то по кредитам, выданным в сентябре-ноябре 2007 г. – уже 3.4%. Цифры показывают, что рост активов достигался не в ущерб качеству портфеля.

Рисунок 4. Ренессанс Кредит: доля проблемных кредитов (просроченных на 90 дней и более, 4 месяца на балансе), %



Источники: данные банка, оценка Ренессанс Капитала

УРСА Банк

Хотя УРСА Банк не публикует статистику просроченной задолженности по поколениям, менеджмент банка предоставил нам некоторые данные и расчеты, которые отражают динамику качества кредитного портфеля. Судя по предоставленным сведениям, доля кредитов с задержкой трех ежемесячных платежей (4 месяца на балансе) в поколении кредитов, выданных в январе-октябре 2007 г., составила в среднем 2.8% против 3.9% в поколении кредитов, выданных в январе-октябре 2006 г. Информация руководства УРСА Банка свидетельствует о том, что доля просроченной задолженности в недавно выданных кредитах снижается по сравнению с прежними поколениями.

В ходе телеконференции, посвященной обсуждению результатов деятельности УРСА Банка за 2007 г. по МСФО, первый заместитель генерального директора банка г-н Хохлов оценил ожидаемые окончательные потери по недавно выданным кредитам в 7-8%, что, по нашему мнению, является приемлемым уровнем (хотя доля потерь у БРС после принятия новой стратегии может быть несколько ниже).

4. Вопросы фондирования

В отчете «Потребительское кредитование в России: больше дыма, чем огня» мы предположили, что в ситуации затрудненного доступа на долговые рынки банки продолжают опираться на обеспеченное активами фондирование, синдицированные и двусторонние кредиты. С тех пор были закрыты две крупные сделки по привлечению финансирования, обеспеченного активами (ХКФ Банк секьюритизировал задолженность по кредитным картам на сумму 5.5 млрд руб., а БРС осуществил аналогичную сделку на сумму 12.5 млрд руб.). Кроме того, мы несколько недооценили возможности банков по привлечению депозитов, которые за последние девять месяцев стали одним из ключевых источников новых ресурсов для банков, работающих на рынке потребительского кредитования.

- В течение четвертого квартала прошлого года Ренессанс Кредит привлек депозиты на сумму 10.8 млрд руб., что позволило банку увеличить кредитный портфель на 53% при крайне непростой ситуации на рынке долгового капитала;
- БРС также с успехом привлекал финансирование, не связанное с рынками капитала, получив с декабря 2007 г. по февраль 2008 г. 6 млрд руб. из бюджета Санкт-Петербурга; в результате аукционов в конце апреля банк также привлек депозит Министерства финансов на сумму 3.4 млрд руб. Как видно из отчетности банка по российским стандартам, средства на счетах клиентов – физических лиц увеличились за последние шесть месяцев на 4.6 млрд руб.

- ХКФ Банк в прошлом году в значительной мере полагался на депозиты связанных сторон, доля которых в структуре пассивов увеличилась за год с нуля до 13.5%.
- Структура пассивов УРСА Банка традиционно отличается большей диверсификацией благодаря его многопрофильности в отличие от трех вышеупомянутых банков, специализирующихся исключительно на потребительском кредитовании. Наращивание кредитного портфеля в сегменте потребительского кредитования в октябре-декабре прошлого года главным образом происходило благодаря повышению процентных ставок и притока депозитов физических лиц, а также за счет погашения корпоративных кредитов.

С нашей точки зрения, возросший в последнее время оптимизм в отношении первичных размещений, а также новая волна синдицированных кредитов, привлеченных российскими банками и нефинансовыми организациями, позволят банкам осуществить новые выпуски долговых инструментов еще до конца текущего полугодия. ХКФ Банк 23 апреля успешно разместил новый облигационный заем на сумму 4 млрд руб. с доходностью 13.10%, что, на наш взгляд, стало одним из первых по-настоящему рыночных размещений. Хотя банки вновь получают доступ на первичный рынок гораздо медленнее, чем корпоративные эмитенты, мы полагаем, что до конца года у всех участников рынка потребительского кредитования появится возможность привлечь средства за счет выпуска облигаций.

Другой позитивный сигнал для всех российских банков – приток денег в банковскую систему за счет привлечения синдицированных и двусторонних кредитов. Можно предположить, что занятые в потребительском кредитовании банки смогут без проблем пролонгировать свои обязательства по межбанковским кредитам и привлечь новые, хотя стоимость денег может возрасти по сравнению со стоимостью фондирования в докризисный период.

5. Рентабельность

Наша позиция в отношении рентабельности потребительского кредитования не претерпела изменений. Несмотря на снижение ЭПС и удорожание фондирования, банки, по нашему мнению, смогут показать рентабельность активов (ROAA) на уровне 4-8%, что в два-четыре раза выше среднего показателя российской банковской системы (2%). Для достижения таких результатов банкам необходимо решать вопросы управления качеством активов и административными расходами. В *табл. 1* представлен наш прогноз усредненной структуры доходов в потребительском кредитовании в 2008 г.

Таблица 1. Прогнозная структура отчетности о прибыли и убытках

Средняя эффективная процентная ставка	36%
(-) Стоимость фондирования	11%
Чистая процентная маржа	25%
(-) Ожидаемые кредитные потери (резервы)	7%
Чистая процентная маржа с учетом резервов	18%
(-) Административные расходы	10%
Рентабельность активов до налогообложения	8%
Рентабельность активов после налогообложения	6%

Источник: оценка Ренессанс Капитала

С момента публикации нашего первого отчета по сектору в октябре прошлого года мы немного скорректировали прогнозы ЭПС (+200 б. п.), стоимости пассивов (+100 п. п.) и административных расходов (+100 п. п.). Тем не менее, расчетный показатель ROA на 2008 г. остается без изменений на уровне 6%, причем мы считаем эту оценку консервативной.

6. Действия рейтинговых агентств

С осени прошлого года опасения, связанные с потребительским кредитованием в России, нашли отражение в действиях всех представителей «большой тройки» рейтинговых агентств в отношении рейтингов БРС: агентства Moody's и S&P изменили прогнозы по рейтингам со «стабильного» на «негативный», а Fitch понизило рейтинг на одну ступень до уровня BB-. Обоснования решений, на наш взгляд, сильно отличались

и даже противоречили друг другу. Если агентство Moody's указало на ослабление ликвидной позиции, то S&P отметило устойчивое положение с точки зрения ликвидности и рефинансирования, а Fitch квалифицировало ситуацию с ликвидностью и рефинансированием как приемлемую. Основные опасения рейтинговых агентств в отношении потребительского кредитования в России связаны, по нашему мнению, со следующими факторами:

- давлением на рентабельность в связи со снижением ЭПС;
- зависимостью от привлечения фондирования на рынках долгового капитала;
- невысоким качеством активов отдельных участников рынка.

Мы в определенной мере согласимся с двумя последними пунктами, хотя их негативное воздействие вряд ли можно считать одинаковым для всех игроков. Хотя модель привлечения фондирования с рынка долгового капитала делает банки крайне чувствительными к изменению ситуации на мировых рынках, мы с оптимизмом оцениваем последние рыночные тенденции и считаем, что в ближайшие месяцы банки смогут осуществить новые выпуски долговых инструментов. Кроме того, необходимо отметить успехи в диверсификации источников фондирования с увеличением в структуре фондирования доли депозитов, хотя банки только начинают движение в данном направлении. Что касается качества активов в целом, нас также можно отнести к числу оптимистов (см. анализ на *стр. 4-7*). В связи с этим мы не ожидаем, что 2008 г. принесет много негативных новостей, хотя рейтинговые агентства, насколько мы понимаем, теперь заняли крайне осторожную позицию в своих решениях, что связано прежде всего с критикой, которой они подверглись во время кризиса на рынке *sub-prime* ипотеки и спровоцированных им проблем финансового сектора.

Возможно, наша оценка прозвучит слишком оптимистично, но мы считаем, что не следует исключать вероятность повышения рейтингов или прогнозов по ним, так как рейтинги отдельных банков, как представляется, отстают от справедливого уровня на фоне сопоставимых кредитных организаций. В *табл. 2* сведены текущие рейтинги банков и наши ожидания в отношении возможных действий рейтинговых агентств в нынешнем году.

Таблица 2. Текущие рейтинги банков и ожидаемые в 2008 г. рейтинговые действия

	Рейтинг	Основная проблема	Возможные изменения
Банк Русский Стандарт			
S&P	BB-, «негативный»	Рентабельность	Изменение прогноза на «стабильный»
Moody's	Ba2, «негативный»	Ликвидность	Есть риск понижения рейтинга до Ba3
Fitch	BB-, «стабильный»	Профиль бизнеса в целом	Не ожидается
ХКФ Банк			
S&P	B+, «стабильный»	Не выделяется	Не ожидается
Moody's	Ba3, «стабильный»	Качество активов	Не ожидается
Ренессанс Кредит			
S&P	B-, «стабильный»	Быстрый рост, стабильность качества активов	Изменение прогноза на «позитивный» или повышение рейтинга на один пункт
Moody's	B1, «стабильный»	Убытки	Не ожидается
Fitch	B-, «стабильный»	Не выделяется	Изменение прогноза на «позитивный» или повышение рейтинга на один пункт
УРСА Банк			
Moody's	Ba3, «стабильный»	Не выделяется	Не ожидается
Fitch	B, «позитивный»	Способность привлекать капитал	Повышение рейтинга на один пункт

Источники: данные рейтинговых агентств, оценка Ренессанс Капитала

Банк Русский Стандарт

Одной из ключевых особенностей бизнес-модели Банка Русский Стандарт в течение 2002-2006 гг. был быстрый рост активов (показатель CAGR достиг 240%). Однако в 2007 г. произошло серьезное изменение тенденции роста: чистый объем кредитного портфеля показал снижение на 2.5% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Тем не менее, мы не считаем, что такая динамика является негативной для кредитного профиля банка, и связываем уменьшение объема кредитного портфеля с существенными переменами на рынке потребительского кредитования в России, а также с проблемами на глобальных кредитных рынках.

Адаптация бизнес-модели. Поскольку БРС является крупнейшим банком, специализирующимся на потребительском кредитовании в России, вполне естественно, что он стал главной мишенью регулирующих органов в борьбе со скрытыми комиссиями. Решение об отмене ежемесячных комиссий с 23 августа 2007 г. повлекло за собой существенное снижение эффективных процентных ставок и, следовательно, оказало давление на рентабельность банка. Как мы уже отмечали, единственным реальным средством компенсации снижения доходов для банков в потребительском кредитовании является ужесточение требований, предъявляемых к заемщикам при выдаче кредитов, и снижение кредитных потерь. С лета 2007 г. БРС принял ряд мер, которые привели к улучшению качества активов, но, с другой стороны, способствовали снижению темпов роста кредитного портфеля до отрицательных значений. Сочетание законодательных изменений и кризиса на глобальных кредитных рынках также оказало ощутимое давление на размер кредитного портфеля банка в 2007 г. Однако мы отмечаем, что, несмотря на ряд проблем, БРС показал прекрасный пример гибкости, что можно рассматривать как очевидный положительный фактор для кредитного профиля банка.

Изменение процентных ставок: С первого сентября 2007 г. банк ввел новую линейку кредитов без ежемесячных комиссий, то есть исключительно на основе процентной ставки. Новые кредитные продукты предполагают следующие процентные ставки: 23-49% по POS-кредитам, 22-36% по кредитным картам и 29% по кредитам наличными. Снижение ЭПС в сегменте кредитных карт (составляющем 50% кредитного портфеля банка) с 79% в первой половине 2007 г. до 36% по данным на конец года, согласно представленной отчетности, выглядит значительным, но мы бы хотели отметить, что с точки зрения доходов, отражаемых в отчетности, снижение ставки оказалось не столь существенным. Мы связываем эту разницу с различиями в моделях определения ЭПС по кредитным картам.

Таблица 3. Банк Русский Стандарт: ЭПС и доходность на основании выручки

	2005	2006	1 пол. 2007	2 пол. 2007
ЭПС по потребительским кредитам*	55%	44%	39%	33%
ЭПС по кредитным картам*	66%	80%	80%	36%
Эффективная доходность кредитного портфеля на основании доходов**	46%	44%	43%	35%***

* Согласно отчетности по МСФО.

** Рассчитана на основании данных менеджмента банка и оценки Ренессанс Капитала.

*** Показатель за второе полугодие 2007 г. включает корректировку на пересмотренный аудиторами показатель чистого процентного дохода на 11.7 млрд руб.

Источники: данные банка, оценка Ренессанс Капитала

В таблице показано сближение эффективных процентных ставок и доходности, рассчитанной на основании выручки во второй половине 2007 г. В целом, мы ожидаем, что доходность сохранится на этом уровне и в 2008 г., что, по нашим оценкам, позволит рентабельности банка оставаться высокой.

Тенденции изменения качества активов. Хотя доля просроченных кредитов на конец 2007 г. составила 5.25%, что превышает уровни первой половины 2007 г. и 2006 г. (4.6% и 4.8% соответственно), мы не считаем, что такая динамика является признаком ухудшения качества активов, а скорее связываем рост проблемных кредитов с «вызреванием» кредитного портфеля. Как мы уже писали ранее, последние изменения в политике выдачи кредитов привели к заметному повышению качества кредитного портфеля. Мы проанализировали данные менеджмента банка по поколениям

проблемных кредитов, выданных в январе-августе 2007 г. и сентябре-декабре 2007 г., и сделали вывод, что качество кредитов, выданных после ужесточения требований банка к заемщикам, в среднем в два раза выше, чем у предыдущих поколений кредитов. Наша точка зрения о тенденциях изменения качества активов БРС подтверждается заявлениями рейтингового агентства S&P: хотя прогноз по рейтингам банка был изменен на «негативный», агентство отметило положительные тенденции в динамике качества кредитного портфеля, в ходе телеконференции 15 апреля назвав показатели по новым поколениям кредитов «действительно впечатляющими». По нашим прогнозам, доля проблемных кредитов в первой половине 2008 г. останется на прежнем уровне, а по итогам года этот показатель существенно улучшится после списания большинства невозвратных кредитов, выданных в рамках прежней политики банка.

Фондирование и ликвидность. Несмотря на множество негативных оценок профиля ликвидности БРС, мы не раз утверждали, что риски ликвидности в сегменте потребительского кредитования в случае проблем компенсируются краткосрочностью кредитных портфелей. Динамика показателей БРС, по нашему мнению, полностью подтверждает эту точку зрения: с сентября 2007 г. банк успешно погасил и рефинансировал более USD1 млрд заимствований из «оптовых» источников за счет сокращения активов. Хотя в долгосрочной перспективе такая стратегия, на наш взгляд, негативна с точки зрения стоимости банка, в краткосрочной перспективе в сочетании с ужесточением требований, предъявляемых к заемщикам, она обеспечивает банк достаточным запасом ликвидности для исполнения обязательств.

Среди источников ресурсов, привлеченных БРС за последние шесть месяцев, наиболее значимыми мы считаем:

- секьюритизацию прав требования по кредитным картам в объеме 12.5 млрд руб. в декабре 2007 г.;
- депозиты Правительства Санкт-Петербурга объемом 6 млрд руб., привлеченные в ноябре 2007 г. – феврале 2008 г.;
- депозиты, полученные от Министерства финансов в размере 3.4 млрд руб. в апреле 2008 г.;
- увеличение объема вкладов населения на 4.6 млрд руб. за последние шесть месяцев (с октября 2007 г.).

Хотя данные банка уже отражают некоторые признаки диверсификации источников фондирования, по нашему мнению, бизнес-модель БРС по-прежнему полностью зависит от финансирования на рынке капитала. Таким образом, мы ожидаем, что банк продолжит заимствования на рынке облигаций и на рынке синдицированных кредитов в ближайшие месяцы, и фактор увеличения первичного предложения станет определяющим для котировок облигаций БРС на вторичном рынке. Тем не менее, недавние размещения долговых инструментов на российском и внешнем рынках, с нашей точки зрения, указывают на то, что банку, скорее всего, удастся привлечь ресурсы с долгового рынка.

Рентабельность снизилась, но незначительно. Один из самых неоднозначных моментов в отчетности БРС за 2007 г. по МСФО связан с рентабельностью: из-за отмены ежемесячной комиссии аудиторы значительно пересмотрели доходы банка. Согласно требованиям к отчетности (IAS-39), банк должен был дисконтировать новые денежные потоки по кредитному портфелю (после отмены комиссии) по первоначальным ЭПС, что повлекло за собой следующие изменения в отчете о прибылях и убытках: 1) снижение процентного дохода на 11.7 млрд руб. и 2) снижение резервов на покрытие проблемных кредитов на 1.4 млрд руб. Частично банк компенсировал снижение доходности продаж автокредитов связанной стороне, признав прибыль в размере 2.5 млрд руб. В результате всех корректировок чистая прибыль снизилась примерно на 5 млрд руб. По нашим оценкам, базовая рентабельность активов (с учетом всех бухгалтерских корректировок) во второй половине 2007 г. составила около 5%, что по-прежнему является хорошим показателем для российского банка.

Таблица 4. Банк Русский Стандарт: корректировка показателей отчетности о прибыли и убытках

Млрд руб.	2006	1 пол. 2007	2 пол. 2007
Чистый процентный доход по данным отчетности	52.1	30.1	14.1
(+) корректировка	0.0	0.0	11.7
Чистый процентный доход после корректировки	52.1	30.1	25.8
Резервы по данным отчетности	22.4	10.2	8.5
(+) корректировка	0.0	0.0	1.4
Чистый процентный доход с учетом резервов по данным отчетности	29.7	19.9	5.6
Чистый процентный доход с учетом резервов после корректировки	29.7	19.9	15.9
Разовый доход от продажи автокредитов	0.0	0.0	2.5
Разовый доход от изменения ожидаемого срока жизни автокредитов	0.0	0.0	0.7
Чистая прибыль по данным отчетности	14.5	10.2	-0.7
Чистая прибыль после корректировки	14.5	10.2	4.9

Источники: данные банка, оценка Ренессанс Капитала

Принимая во внимание замедление темпов роста и фокус на сегменте кредитных карт, БРС не планирует увеличивать штат сотрудников в 2008 г. и намерен сохранить административные издержки на уровне 2007 г. Учитывая ужесточение требований к заемщикам, мы ожидаем, что резервы на покрытие проблемных кредитов в 2008 г. снизятся, в то время как увеличение стоимости фондирования представляется неизбежным. Наш консервативный прогноз рентабельности активов БРС на 2008 г. составляет 5-7%.

Мы также хотели бы отметить, что в 2008 г. БРС будет полностью консолидировать показатели страховой компании, которые учитывались только за один месяц предыдущего года, поскольку компания была приобретена у акционеров банка в декабре 2007 г. Хотя масштаб бизнеса страховой компании несопоставим с БРС, ее чистая прибыль за 2007 г. составила USD30 млн. Полная консолидация увеличит *pro forma* рентабельность активов банка приблизительно на 40 б. п.

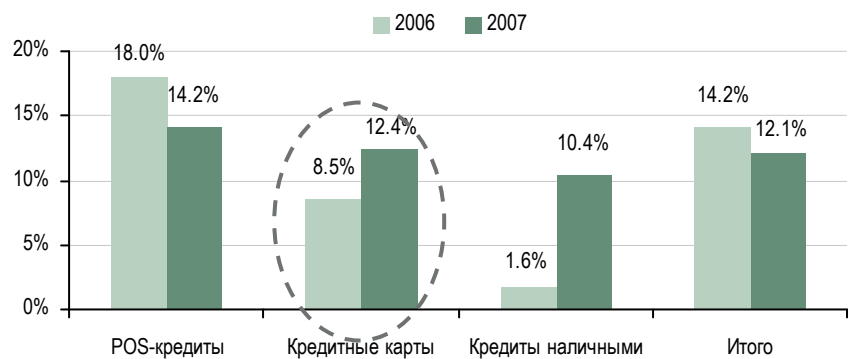
Рейтинги и прогнозы. Мы уже не раз утверждали, что считаем негативные рейтинговые действия в отношении БРС неоправданными. Тем не менее, рейтинговые агентства, по-видимому, придерживаются более консервативной точки зрения на кредитный профиль банка. Таким образом, мы не исключаем еще одного понижения рейтингов БРС со стороны агентства Moody's в ближайшие месяцы. Хотя это событие станет негативным для банка, вряд ли новость повлечет за собой существенную переоценку фундаментальных характеристик кредитного профиля БРС долговым рынком. Мы считаем, что успешное погашение значительного объема обязательств за последние несколько месяцев без серьезного влияния на качество кредитного портфеля банка должно позитивно восприниматься инвесторами. Кроме того, мы ожидаем постепенного восстановления темпов роста кредитного портфеля. Действительно, отчетность по РСБУ показывает, что в марте 2008 г. объем выдачи новых кредитов на 11% превысил средние показатели за январь-февраль 2008 г.

ХКФ Банк

Для ХКФ Банка 2007 г. ознаменовался очень динамичным ростом активов, существенным повышением рентабельности и сохранением высокой степени поддержки со стороны акционеров, что было положительно воспринято долговым рынком. С другой стороны, мы отмечаем актуальность проблемы качества активов и ожидаемого снижения ЭПС, что, по нашим оценкам, будет оказывать значительное давление на финансовые показатели банка в 2008 г. Тем не менее, мы по-прежнему позитивно оцениваем перспективы кредитного качества ХКФ Банка и не ожидаем существенных проблем в 2008 г.

Рост активов возобновился в 2007 г. После периода замедления роста в 2005-2006 гг. кредитный портфель ХКФ Банка в 2007 г. увеличился на 95%, что мы связываем со следующими факторами: 1) повышением эффективности процесса предоставления кредитов на фоне общего улучшения операционной деятельности; 2) доступностью фондирования от связанных сторон даже в сложный период на кредитном рынке в четвертом квартале 2007 г., 3) снижением объема выдаваемых кредитов основным конкурентом (БРС) во второй половине 2007 г. Данные по РСБУ за первый квартал 2008 г. указывают на рост валового объема кредитного портфеля на 8%. Политика ХКФ Банка по формированию резервов несколько изменилась в минувшем году: покрытие проблемных кредитов увеличилось с 69.4% до 80.3%, а покрытие кредитов без признаков обесценения снизилось с 4.3% (по данным на конец 2006 г.) до 3.5%.

Рисунок 5. ХКФ Банк: просроченная задолженность по кредитным продуктам, %



Источники: данные банка, оценка Ренессанс Капитала

Рентабельность выросла, однако в 2008 г. мы ожидаем некоторых трудностей. Одной из основных проблем финансовых показателей ХКФ Банка в 2005-2006 гг. являлась низкая рентабельность (рентабельность активов составляла 1% в 2005 г. и 1.8% в 2006 г.) в сравнении с БРС. В 2007 г. ситуация существенно улучшилась: рентабельность активов достигла 3.5%. Мы связываем этот результат с увеличением доходности кредитного портфеля (в первую очередь в связи с повышением штрафа за просрочку платежа, страхового взноса и других сборов). По нашим оценкам, результаты выглядят достаточно благоприятно, однако мы ожидаем, что в 2008 г. рентабельность банка окажется под серьезным давлением в связи с ожидаемым снижением ЭПС и возможными проблемами с качеством активов.

ЭПС снизились, однако по-прежнему остаются высокими. Как мы уже отмечали, в отличие от БРС, полностью отменил комиссии за обслуживание кредитов, ХКФ Банк ввел новые виды POS-кредитов без комиссии, не отменив при этом комиссию по револьверным кредитам. По данным отчетности по МСФО, в 2007 г. ЭПС всей линии кредитных продуктов составила 42.5% против 46.4% на конец 2006 г., что по-прежнему превышает нашу оценку средней ЭПС на российском рынке потребительского кредитования в 2008 г. Недавно было объявлено о начале новых проверок финансовых институтов Банком России, и мы ожидаем, что в этом году большинство банков откажется от ежемесячной комиссии. Таким образом, мы ожидаем, что средняя доходность кредитного портфеля ХКФ Банка снизится на 4-7 п. п., что окажет серьезное негативное влияние на рентабельность банка.

Проблема качества активов остается актуальной. Качество активов традиционно представляло серьезную проблему для ХКФ Банка: из-за роста проблемных кредитов в 2005 г. качество активов банка оказалось существенно ниже, чем у БРС. Мы связываем возникшие проблемы с меньшей эффективностью процедур скоринга и взыскания кредитов. Хотя в 2007 г. доля проблемных кредитов несколько снизилась с 14.2% до 12.1%, мы достаточно осторожно относимся к этому результату и связываем его в первую очередь с ростом активов: только в четвертом квартале 2007 г. совокупный объем кредитного портфеля банка увеличился на 31%. Еще одним поводом для беспокойства в отношении качества активов ХКФ Банка является рост доли проблемных кредитов в портфеле кредитных карт (с 8.5% до 12.4% в 2007 г.). Традиционно кредитные карты выдаются уже существующим заемщикам (перекрестные продажи), и, таким образом, ожидаемые кредитные потери по ним должны быть ниже, чем по POS-кредитам. Для сравнения, БРС, который столкнулся с сокращением объема портфеля кредитных карт в 2007 г., показал снижение доли проблемных кредитов по карточным кредитам с 6.0% до 5.25%.

Хотя рост кредитного портфеля ХКФ Банка в первом квартале 2008 г. по-прежнему будет размывать показатель проблемных кредитов, мы ожидаем, что доля неработающих кредитов по данным на первое марта 2008 г. окажется выше, чем в 2007 г. С нашей точки зрения, несмотря на некоторые улучшения, проблема качества активов еще не разрешена. Поскольку ХКФ Банк не раскрывает данные по поколениям кредитов, у нас нет возможности оценить динамику качества активов.

Поддержка от материнской компании остается основным фактором для кредитного профиля банка. PPF Group до настоящего времени оказывала полную поддержку банку как в виде долгового финансирования, так и в форме увеличения акционерного капитала. По данным на конец 2007 г. обязательства ХКФ Банка перед связанными сторонами составили 13.5% от пассивов банка (менее 3% по сравнению с аналогичным периодом 2006 г.). Объем вливаний акционерного капитала в 2007 г. со стороны PPF достиг 3 млрд руб., что оказало поддержку достаточности капитала: отношение капитала первого уровня к активам увеличилось до 18.7%.

Рейтинги и прогнозы. Мы не ожидаем рейтинговых действий в отношении ХКФ Банка до публикации финансового отчета за первую половину 2008 г. (ожидается в сентябре). Агентство Moody's подчеркивает, что качество активов остается главной проблемой для кредитного качества банка; агентство S&P также традиционно уделяет внимание именно этому аспекту. С нашей точки зрения, динамика показателей в целом положительна; тем не менее, мы полагаем, что 2008 г. будет непростым годом для ХКФ Банка, особенно с точки зрения рентабельности.

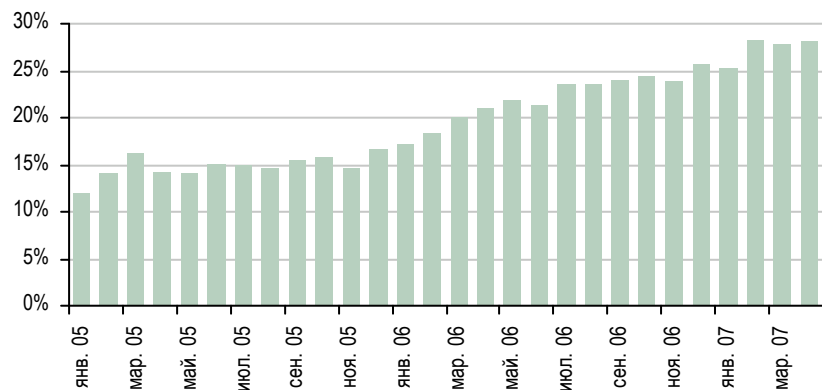
Ренессанс Кредит

В 2007 г. основными достижениями банка Ренессанс Кредит стали: 1) наиболее динамичный рост активов среди банков, занятых в потребительском кредитовании; 2) сохранение высокого качества активов; 3) получение положительной чистой прибыли и 4) поддержание достаточности капитала на высоком уровне. С нашей точки зрения, результаты банка за 2007 г. заслуживают пересмотра восприятия его кредитного профиля: год назад основным фактором для оценки кредитного качества банка Ренессанс Кредит была акционерная поддержка, в то время как сегодня самостоятельные показатели банка также выглядят весьма позитивно.

Год стремительного роста. Несмотря на постепенное насыщение российского рынка потребительского кредитования, активы банка в 2007 г. выросли в 3.2 раза. Мы считаем, что такие высокие результаты являются следствием больших инвестиций в инфраструктуру, осуществленных за последние несколько лет. Тем не менее, Ренессанс Кредит находится на более ранней стадии развития по сравнению с БРС и ХКФ Банком, что в первую очередь отражается в структуре кредитного портфеля банка: POS-кредиты и автокредиты составляют 62% совокупного объема кредитного портфеля. Тем не менее, по итогам 2007 г. мы отмечаем заметный рост направления револьверных кредитных продуктов: доля кредитов наличными и кредитов, выданных по кредитным картам, увеличилась с 28% до 38%, а их совокупный объем вырос в 4.4 раза. В настоящий момент банк продолжает активно развивать POS-кредитование в связи с необходимостью расширения клиентской базы.

Основой тактики банка Ренессанс Кредит является использование POS-кредитов в качестве канала привлечения новых клиентов и последующая продажа более рентабельных револьверных продуктов клиентам, отвечающим требованиям банка. Управленческие данные свидетельствуют о том, что эффективность перекрестных продаж существенно повышается.

Рисунок 6. Ренессанс Кредит: динамика проникновения перекрестных продаж, %



Источники: данные банка, оценка Ренессанс Капитала

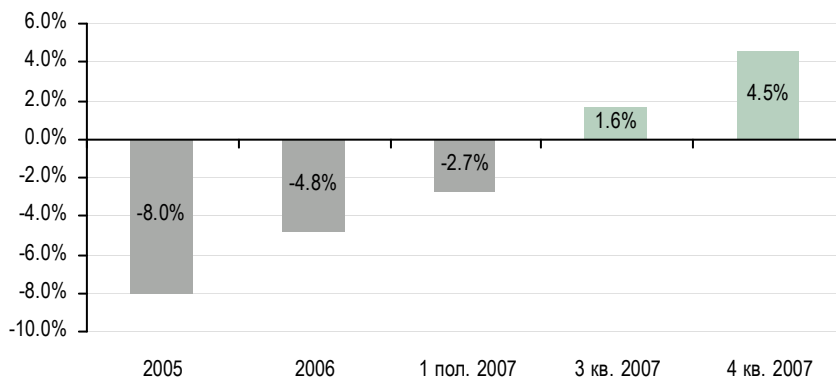
Комиссии и эффективные процентные ставки. В условиях изменения ситуации на рынке Ренессанс Кредит последовал тенденциям и отменил комиссии по основным кредитным продуктам – POS-кредитам, автокредитам и кредитным картам. Комиссия сохраняется по кредитам наличными, предоставляемым напрямую, в то время как кредиты наличными (перекрестные продажи) не содержат комиссии. Доля кредитов с комиссией в портфеле банка невысока (менее 5% по данным на конец 2007 г.), и мы не ожидаем, что возможные изменения в структуре кредитных продуктов окажут значительное давление на выручку и рентабельность. С нашей точки зрения, ЭПС по кредитному портфелю банка в 2008 г. будут соответствовать рыночным тенденциям, то есть составят около 35-40%.

Качество активов поддерживается на высоком уровне. Несмотря на активное развитие банка, признаков снижения качества активов в 2007 г. не отмечается. Доля проблемных кредитов в течение года оставалась приблизительно на прежнем уровне и составила 3.2% от объема кредитного

портфеля банка. Можно предположить, что низкий уровень просроченных кредитов может быть следствием роста активов. Хотя частично такой эффект существует, наш анализ показывает, что качество активов банка остается весьма высоким. Как мы уже отмечали, рассматривая проблемные кредиты по поколениям, мы наблюдаем их снижение с лета 2006 г., что говорит об эффективности управления рисками банка.

Достигнут эффект масштаба. Одной из основных проблем, связанных с кредитным профилем банка Ренессанс Кредит в предыдущие несколько лет, была убыточность его деятельности. Ситуация изменилась в третьем квартале 2007 г., когда чистая прибыль составила USD4.5 млн, хотя рост показателя в первую очередь был связан с доходами от валютных операций, в то время как прибыль от основной деятельности была нулевой. Однако данные за 2007 г. показали, что в четвертом квартале банку удалось существенно повысить рентабельность: чистая прибыль за 2007 г. составила USD10 млн, а чистая прибыль за четвертый квартал – USD18 млн, при этом рентабельность активов до налогообложения достигла 6%, что сопоставимо с результатами более крупных банков, специализирующихся на потребительском кредитовании.

Рисунок 7. Рентабельность активов банка Ренессанс Кредит, %



Источники: отчетность банка по МСФО, оценка Ренессанс Капитала

С нашей точки зрения, показатель чистой прибыли за 2007 г. говорит о том, что длительный период чистых убытков был связан не с низкой эффективностью бизнес-модели, а скорее с небольшим масштабом деятельности банка Ренессанс Кредит. После того как кредитный портфель банка увеличился приблизительно до USD2 млрд по данным за первый квартал 2008 г., мы ожидаем, что Ренессанс Кредит сможет удерживать положительную рентабельность. В связи с начальным этапом развития и высокими потребностями в инвестициях рентабельность активов банка за 2008 г., по нашим прогнозам, будет ниже, чем у БРС и ХКФ Банка, однако мы ожидаем, что банку Ренессанс Кредит удастся достичь уровня около 3.5-5.5%, что существенно выше среднего значения для российских банков (2%).

Фондирование за счет депозитных источников в четвертом квартале 2007 г. В то время как кредитные рынки были, по сути, закрыты, банк сосредоточился на фондировании за счет клиентских средств, и доля пассивов, не связанных с рынком капитала, увеличилась с 19% в сентябре 2007 г. до 40%. Хотя эти средства фактически являются крупными сделками по привлечению ресурсов у российских компаний, мы считаем, что способность найти ресурсы даже в условиях кризиса на рынках капитала является положительным фактором для кредитного профиля банка. Планы роста на 2008 г. выглядят довольно амбициозно: Ренессанс Кредит стремится увеличить объем кредитного портфеля более чем в 2.2 раза в 2008 г. Фондирование таких темпов роста будет представлять основную трудность для банка в текущем году.

Достаточность капитала сохраняется на высоком уровне. Несмотря на резкий рост активов в 2007 г., коэффициент достаточности капитала остается на высоком уровне: отношение капитала первого уровня к активам составило 17.2% против 18.1% в 2006 г. В течение 2007 г. взносы акционеров в капитал банка составили 4.8 млрд руб., что подтверждает наш тезис о высоком уровне поддержки со стороны акционеров.

Рейтинги и прогнозы. В июле 2007 г. агентство S&P отметило, что повышение рейтингов банка Ренессанс Кредит будет зависеть от его способности развивать бизнес и начать генерировать прибыль, сохраняя при этом приемлемое качество активов и капитализацию. С нашей точки зрения, финансовые результаты банка за 2007 г. отвечают основным требованиям, определенным агентством. Хотя настроения рейтинговых агентств в последнее время стали менее оптимистичными, чем год назад, в связи с продолжающимися проблемами на рынке ипотечных ценных бумаг и рынке капитала, мы по-прежнему считаем, что вероятность повышения рейтинга банка в 2008 г. достаточно высока.

УРСА Банк

В отличие от других банков, рассматриваемых в настоящем отчете, УРСА Банк не является специализированным институтом, но значительную часть его активов составляют высокодоходные потребительские кредиты. Еще одним сходством УРСА Банка с банками, специализирующимися на потребительском кредитовании, является модель фондирования, которая также существенно зависит от «оптовых» источников. Наконец, стратегия УРСА Банка в значительной степени ориентирована на высокодоходные потребительские кредиты. Таким образом, мы считаем сравнение УРСА Банка с финансовыми институтами, специализирующимися на потребительском кредитовании, оправданным.

Рост активов в 2007 г. и планы на 2008 г. В 2007 г. активы УРСА Банка выросли на 89.2%. Объем кредитования физических лиц увеличивался еще более быстрыми темпами (в 2.55 раза), но в основном за счет обеспеченных продуктов – ипотечных и автокредитов, в то время как по необеспеченным кредитным продуктам рост составил 93%. Насколько мы поняли из телеконференции, проведенной менеджментом УРСА Банка по итогам деятельности за 2007 г., в связи с затрудненными условиями фондирования банк планирует уделять повышенное внимание развитию сегмента высокодоходных потребительских кредитов.

Структура кредитных продуктов и эффективная процентная ставка. УРСА Банк не раскрывает ЭПС в разрезе отдельных кредитных продуктов в отчетности по МСФО, поэтому, принимая во внимание относительно высокую долю ипотечных кредитов в портфеле потребительских кредитов, сравнивать эффективную доходность банка с данными других игроков на рынке достаточно сложно. По комментариям менеджмента, УРСА Банк уже отменил комиссию по всем потребительским кредитам. Кроме того, банк представил прогноз по чистой процентной марже с учетом резервов на покрытие потерь по потребительским кредитам на уровне 25%. На основании этих данных мы оцениваем ЭПС УРСА Банка на 2008 г. на уровне 35-40%, что соответствует нашему представлению о текущих тенденциях на рынке потребительского кредитования.

Качество активов выше, чем следует из отчетности. Доля просроченных кредитов у УРСА Банка традиционно составляет области двухзначную величину (11.1% за 2007 г. против 12.7% за 2006 г.). Эти показатели выглядят выше, чем у других банков в секторе потребительского кредитования, однако мы отмечаем существенные различия в политике списания проблемных кредитов, что искажает показатели. БРС и ХКФ Банк активно списывают проблемные кредиты за счет ранее созданных резервов, в то время как объем списаний УРСА Банка в 2006 и 2007 гг. был незначительным. Таким образом, прямое сравнение доли просроченных кредитов не будет репрезентативным. По данным менеджмента банка, объем проданных просроченных кредитов в первом квартале 2008 г. составил 4 млрд руб., что существенно снизит долю проблемных кредитов.

Хотя УРСА Банк не публикует данные о доле проблемных кредитов, менеджмент банка представил свои оценки данного показателя (см. *стр.* 7), которые отражают положительные тенденции в динамике качества активов в 2007 г. С нашей точки зрения, итоговый показатель кредитных потерь на уровне 7-8% выданных кредитов выглядит вполне приемлемо с точки зрения сохранения адекватной рентабельности в бизнесе потребительского кредитования.

Рентабельность в сегменте кредитования физических лиц также повысилась. По данным УРСА Банка, рентабельность сегмента розничного бизнеса во второй половине 2007 г. также улучшилась: рентабельность активов выросла с 1.8% в первой половине 2007 г. до 3.1% за весь год. Данные соответствуют общей динамике рентабельности банка во второй половине года, когда процентная маржа расширилась более чем на 3 п. п. по сравнению с данными за целый год. Мы связываем повышение рентабельности с экономией издержек и расширением процентной маржи на фоне кризиса на глобальных рынках.

Источником ресурсов вновь становятся средства на счетах клиентов. Основной проблемой для бизнес-модели потребительского кредитования в России является зависимость от «оптовых» источников фондирования. Хотя УРСА Банк не является финансовым институтом, специализирующимся исключительно на потребительском кредитовании, этот вопрос остается для него актуальным: соотношение кредитов к средствам на счетах клиентов по данным на конец 2007 г. составляло 2.35. Как и у банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, рост активов УРСА Банка оказался под давлением в связи с кризисом на рынке капитала, поскольку банк не смог осуществить все запланированные заимствования. Стратегия на 2008 г. предполагает возврат к использованию клиентских средств в качестве основного источника фондирования, в то время как амбиции банка в отношении «оптового» фондирования стали более умеренными. В отчетности за четвертый квартал 2007 г. и первый квартал 2008 г. по РСБУ отмечается рост вкладов физических лиц на 19%, что является хорошим результатом. Однако планы УРСА Банка существенно более амбициозны, и мы ожидаем существенного предложения его нового публичного долга.

В числе наиболее важных моментов с точки зрения кредитного профиля мы отмечаем консервативное управление ликвидностью. По состоянию на конец 2007 г. ликвидные активы банка (включая облигации, принимаемые в обеспечение операций РЕПО Банка России) составляли 23 млрд руб. Объем погашений обязательств УРСА Банком на рынке капитала в 2008 г. составляет около USD500 млн, и мы не думаем, что банк столкнется с трудностями при их рефинансировании.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

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

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

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

Ренессанс Капитал

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

Аналитическое управление

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

Рынок акций – Россия
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

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

Рынок акций – Украина
Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

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

Рынок акций – Средняя Азия
Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

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

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

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

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

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

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

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбег
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение
+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
EFaritov@rencap.com
Ольга Агеева

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

Электроэнергетика
+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляр

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Игорь Лебединец
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия
+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джеффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко
Константин Головкин

Рынок акций Средней Азии, стратегия
+ 7 (727) 244 1581
Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе

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

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

Кредитный анализ
+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Расконов
Андрей Марков

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

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

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

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

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

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