



Аналитический обзор

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб. 12, 7 под., 18 этаж

Тел: 7 (495) 258 1988

15 сентября 2010 г.

Факс: 7 (495) 258 1989

Русфинанс Банк — розничный актив SG Комментарий к размещению облигаций

Аналитики: Иван Манаенко,
Юрий Кравченко
Эл. почта: IManaenko@veles-capital.ru

Ключевые моменты

- ☑ Русфинанс Банк является одним из российских активов французской Societe Generale и занимает лидирующие позиции в сегментах розничного кредитования.
- ☑ Группа SG практически полностью обеспечивает фондирование банка, участвуя как непосредственно в капитале, так и предоставляя срочные ресурсы.
- ☑ Осенью 2008 г., в начале кризисного периода, материнская структура осуществила допэмиссию акций Русфинанс Банка, в результате которой уставный капитал последнего возрос почти в 2 раза, а норматив достаточности капитала — до 17%.
- ☑ Кредитный портфель физических лиц на отчетную дату составлял более 90% активов банка и характеризуется хорошим для розничного кредитования качеством заемщиков: в кризисный период доля просроченных ссуд не превысила 10% портфеля.
- ☑ Влияние кредитных рисков нивелируется консервативным уровнем резервирования, покрывавшим в кризис просроченную задолженность в 2 раза, а также замедлением темпов роста просроченных ссуд в 2010 г.
- ☑ Дешевая и при этом срочная ресурсная база банка сводит к минимуму риск ликвидности и процентный риск.
- ☑ Высокая процентная маржа банка не только компенсировала рост объема отчислений в резервы в кризис, но и сохранила бизнес высокорентабельным.
- ☑ Банк не привлекает средства физических лиц, однако участие в ССВ, узнаваемость бренда и сильные позиции в розничном кредитовании, в случае необходимости, позволят банку рефинансировать или диверсифицировать материнские обязательства депозитами частных лиц.
- ☑ Русфинанс Банк уже имеет положительную кредитную историю на рублевом долговом рынке, а его кредитоспособность подтверждена рейтингом Ваа3 (прогноз стабильный) от Moody's, удовлетворяющим параметрам включения выпусков в ломбардный список Банка России.
- ☑ Принимая во внимание большую дюрацию выпусков Русфинанса в сравнении с уже обращающимися бумагами аналогов, классический тип новых займов и исторически более низкую ликвидность бумаг эмитента, участие в займе, на наш взгляд, целесообразно не ниже 8-8,1% годовых по купону, что соответствует эффективной доходности к оферте в 8,16-8,26% годовых.

Основные показатели

Структура баланса по РСБУ, млрд руб.

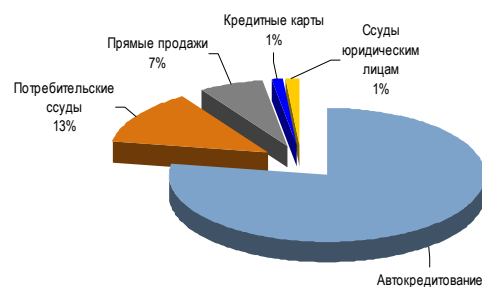
	1 янв 08	Изм.	1 янв 09	Изм.	1 янв 10	Изм.	1 авг 10	Доля
Активы	50,1	82%	91,4	-5%	86,9	0%	87,2	100%
Высоколиквид. активы	1,0	63%	1,7	-43%	0,9	10%	1,0	1%
Размещенные МБК	0,8	236%	2,6	-61%	1,0	-50%	0,5	1%
Ценные бумаги	0,0	н/с	0,0	н/с	0,0	н/с	0,0	0%
Кредитный портфель	44,0	86%	81,6	0%	81,6	1%	82,2	94%
в т.ч. розничный	42,8	83%	78,5	-3%	75,9	-2%	74,4	85%
Основные ср-ва и проч.	4,4	28%	5,6	-41%	3,3	5%	3,5	4%
Пассивы	50,1	82%	91,4	-5%	86,9	0%	87,2	100%
Привлеченные МБК	22,5	93%	43,5	8%	47,1	-3%	45,8	52%
Кредиты Банка России	0,0	н/с	12,2	-92%	1,0	100%	2,0	2%
Депозиты клиентов	5,5	-9%	5,0	3%	5,2	21%	6,2	7%
в т.ч. физ. лиц	0,8	-41%	0,5	-8%	0,4	-5%	0,4	0%
Остатки на р/с	1,2	53%	1,8	-14%	1,6	12%	1,8	2%
Собственные ц/б	11,1	-28%	8,0	-50%	4,0	-100%	0,0	0%
в т.ч. векселя	0,1	-100%	0,0	н/с	0,0	н/с	0,0	0%
долг. обяз-ва	11,0	-27%	8,0	-50%	4,0	-100%	0,0	0%
Собственные средства	9,2	111%	19,5	37%	26,7	13%	30,3	35%
Прочие	0,6	114%	1,4	1%	1,4	-15%	1,2	1%

Финансовый результат по РСБУ, млн руб.

	2008	Изм.	2009	Изм.	1П 2010
Чистый %-ый доход	6 403	37,2%	8 785	4 145	11,5%
Чистый ком. доход	53	-43,4%	30	39	-94,9%
Операционная прибыль	-4 819	н/с	-6 248	-4 096	н/с
Прибыль до налогов	1 626	52,9%	2 486	6	40933,3%
ROA*	2,4%		2,9%	0,0%	5,7%
ROE*	18,2%		17,8%	0,1%	29,9%

* в годовом исчислении

Структура кредитного портфеля на 31.12.2009 по МСФО



Параметры выпусков облигаций Русфинанс Банк 8 и 9

Параметры выпусков Русфинанс Банк 8 и 9	
Тип	Классический
Объем	по 2 млрд руб.
Дата погашения	2015
Оферта	2 года
Купонный период	182 дня
Ориентир организаторов по купону	7,75-8,25%
Доходность к оферте	7,9-8,42%
Открытие книги	02.09.2010
Закрытие книги	16.09.2010
Дата размещения	серия 8 - 20.09.2010; серия 9 - 21.09.2010

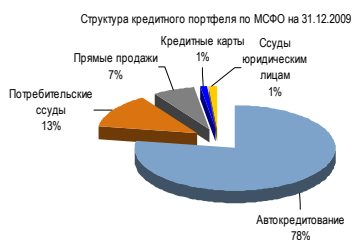
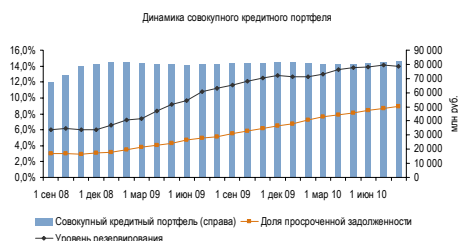
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

Краткий кредитный профиль

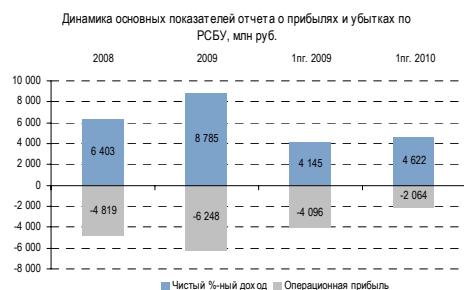
Русфинанс Банк является крупным региональным банком (Самара, 46-е место по размеру активов на 01.08.2010) и стопроцентной дочкой французской финансовой группы Societe Generale (SG) — одной из крупнейших в мире. Банк осуществляет свою деятельность в сфере розничного кредитования и присутствует в 64 регионах России. Розница развивается в 4-х направлениях: кредитные карты, кредиты наличными, потребительское и автокредитование. При этом в сегментах своей специализации Русфинанс Банк стабильно занимает верхние строчки рейтингов. Так, по объему выданных в 2009 г. беззалоговых кредитов банк занял 6-е место (РБК.Рейтинг), а по объему выданных автокредитов — 2-е, уступив лишь Сбербанку.



В настоящее время фондирование Русфинанс Банка практически полностью построено на средствах материнской SG: помимо непосредственного участия в капитале, группа предоставляет банку кредитные ресурсы. Так, на отчетную дату около 70% обязательств банка приходилось на МБК банков-нерезидентов, привлеченных от SG либо от других зарубежных финансовых институтов, но вероятно при непосредственном участии материнской структуры. Примечательно, что почти все привлеченные МБК номинированы в рублях, что позволило банку избежать трансформации валютного риска в кредитный в период девальвации рубля в конце 2008 – начале 2009 г.

В октябре 2008 г., в период резкого обострения ситуации на финансовых рынках, уставный капитал Русфинанс Банка был увеличен почти в 2 раза — до 12,0 млрд руб., что с избытком компенсировало погашение субординированного кредита (1,0 млрд руб.) и позволило увеличить норматив достаточности капитала Н1 с 11,45% до комфортных 16,89%.

Специализация на розничном кредитовании отчетливо проявляется в балансе: более 90% активов на 01.08.2010 составлял кредитный портфель физических лиц. Рост доли просроченных ссуд с началом кризисного периода сопровождался адекватным увеличением объема резервирования, в целом покрывавшего просроченную задолженность на 200%. В 2009 г. объем просроченной задолженности возрос в 2 раза — до 5,5 млрд руб., однако, справедливости ради отметим, что рост доли просроченных ссуд был обусловлен в том числе и сокращением работающего кредитного портфеля. В 2010 г. темпы роста просроченной задолженности замедлились: за первые 7 месяцев объем увеличился на 34% — до 7,4 млрд руб. В целом, уровень «просрочки» не превысил 10% портфеля, что, по нашему мнению, является хорошим результатом для ориентированного на розничное кредитование банка и наглядно демонстрирует качество активов Русфинанс Банка.



Рост объема отчислений в резервы сказался на показателях прибыльности лишь локально: по итогам 2009 г. эффективность использования активов и капитала сохранилась вблизи 3% и 20% в годовом исчислении, соответственно. Такие хорошие результаты обеспечиваются исключительно процентной маржой банка (объемы комиссионного сальдо незначительны), которая к тому же сводит к минимуму процентный риск. При этом положительная динамика темпов роста чистого процентного дохода сохраняется, что в совокупности с постепенным восстановлением резервов, уже по итогам 1-го пол. 2010 г. позволило продемонстрировать рост рентабельности бизнеса.

Необходимо сказать, что фактический объем высоколиквидных активов (из отчетности о нормативах) на отчетную дату (и в целом в динамике) почти в 2 раза превышал их балансовый запас в виде наличных средств, остатков на счетах «ностро» и коротких МБК. Данный факт обусловлен включением в состав ликвидных активов части кредитного портфеля, подлежащей погашению в течение месяца. Включать данные активы в расчет нормативов короткой ликвидности банку позволяет высокая категория качества розничных ссуд. Такой запас ликвидных активов в совокупности с незначительной долей краткосрочных обязательств сводит к минимуму риски ликвидности банка.

Кроме того, банк не осуществляет вложений в ценные бумаги и, таким образом, не подвержен рыночному риску.

В заключении отметим, что, несмотря на отсутствие недостатка в фондировании со стороны акционера, банк также имеет положительную кредитную историю на публичном долговом рынке: в 2008 г. были погашены 2 облигационных займа по 1,5 млрд руб., а 2009 и 2010 гг. — по одному займу на 4,0 млрд руб. Кроме того, хотя банк почти не привлекает средства физических лиц, он является участником ССВ, что вкупе с хорошей узнаваемостью бренда и сильными рыночными позициями в розничном кредитовании, в случае необходимости, может быть использовано для рефинансирования или диверсификации ресурсной базы депозитами частных лиц.

Позиционирование займа

Параметры выпусков Русфинанс Банк 8 и 9

Объем займов	по 2 млрд руб.
Дата погашения	2015
Оферта	2 года
Купонный период	182 дня
Ориентир организаторов по купону	7,75-8,25%
Доходность к оферте	7,9-8,42%
Открытие книги	02.09.2010
Закрытие книги	16.09.2010
Дата размещения	8 - 20.09.2010; 9 - 21.09.2010

Сравнение Русфинанс Банка, ввиду его особой специфики деятельности, корректно делать с банками, обладающими схожими моделями бизнеса. Таковыми на российском рынке обладают ХКФ Банк и Русский стандарт. Все три банка демонстрируют высокую рентабельность бизнеса, однако при этом Русфинанс демонстрирует значительно меньший уровень просроченных ссуд ключевого направления деятельности для данной группы банков — розничного кредитования. Кроме того, Русфинанс обладает, по нашему мнению, объективно более сильной материнской структурой.

Озвученный ориентир по купону (7,75-8,25%) облигаций Русфинанс Банка серии 8 и 9 соответствует эффективной доходности к оферте в 7,9-8,42%. На наш взгляд, нижняя граница данного диапазона с учетом сравнительно лучшего кредитного качества эмитента вполне может являться справедливым уровнем. Однако, принимая во внимание большую дюрацию выпуска в сравнении с уже обращающимися бумагами аналогов, классический тип новых выпусков и исторически более низкую ликвидность бумаг эмитента, участие в займе целесообразно не ниже 8-8,1% годовых по купону, что соответствует эффективной доходности к оферте в 8,16-8,26% годовых. Учитывая же довольно агрессивные планы банка на текущий год по привлечению средств с публичного рынка (согласно данным сайта Sbonds до конца года Русфинанс Банк хочет разместить еще два классических займа общим объемом на 4 млрд руб.), рынок вправе потребовать еще большей премии.

на 01.08.2010	РС	Доля*	ХКФ Банк	Доля*	Русфинанс	Доля*
Активы	150,1	100%	116,1	100%	87,2	100%
Совокупный КП	76,9	51%	75,6	65%	82,2	94%
в т.ч. работающий розничный	56,2	37%	51,8	45%	74,4	85%
МБК от банков-нерезидентов	0,0	0%	0,1	0%	40,5	46%
Депозиты клиентов	75,2	50%	39,0	34%	6,2	7%
в т.ч. физических лиц	33,4	22%	15,7	14%	0,4	0%
Собственные ц/б	5,1	3%	16,7	14%	0,0	0%
в т.ч. векселя	0,1	0%	0,0	0%	0,0	0%
долговые обязат-ва	5,0	3%	16,7	14%	0,0	0%
Позиция по активам	27		36		46	
H1	18,5%		21,1%		21,9%	
H2	75,0%		25,8%		79,9%	
H3	139,6%		62,0%		74,0%	
H4	21,3%		51,5%		74,9%	
Доля ПЗ в совокупном КП	19,6%		22,8%		8,9%	
Уровень рез-ния КП	23,2%		24,1%		14,0%	
Прибыль д/н на 01.07.2010, млн руб.	1 989		5 073		2 462	
ROA** на 01.07.2010	2,6%		8,8%		5,7%	
ROE** на 01.07.2010	13,7%		39,0%		29,9%	

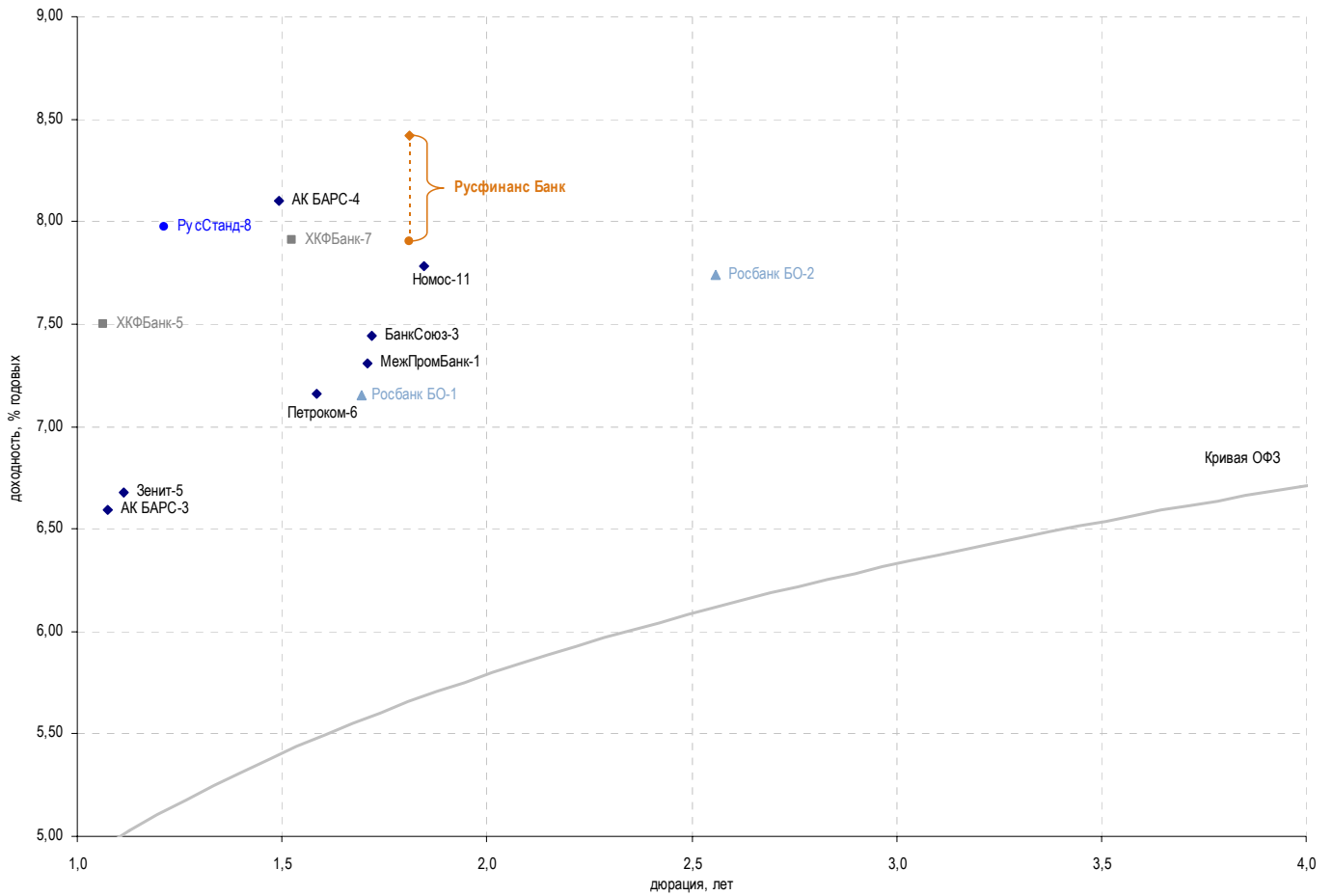
* от активов

** в годовом исчислении

Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал

В тоже время еще одним проставленным на долговом рынке активом SG является Росбанк, имеющий совершенно другие по сравнению с Русфинансом масштаб и модель бизнеса. Оба банка обладают одинаковыми кредитными рейтингами от Moody's (Ваа3) и развивают приоритетные для SG направления банковского бизнеса, и в случае необходимости, по нашему мнению, могут рассчитывать на одинаковый (пропорционально объему бизнеса) уровень материнской поддержки. В этом ключе, даже нижняя граница ориентировочной доходности Русфинанса видится намного интересней по сравнению с доходностью торгуемых БО Росбанка.

Карта рынка



Источник: данные ММВБ; оценка: Велес Капитал

Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанным в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

Управление по работе с долговыми обязательствами**Bills@veles-capital.ru**

Оксана Теличко
Начальник управления
OSolonchenko@veles-capital.ru

Евгений Шиленков
Зам. начальника управления
EShilenkov@veles-capital.ru

Оксана Степанова
Зам. начальника управления
OStepanova@veles-capital.ru

Михаил Мамонов
Начальник отдела по работе с
векселями
MMamonov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова
Специалист
OBogolubova@veles-capital.ru

Юлия Шабалина
Специалист
YShabalina@veles-capital.ru

Олег Медведев
Начальник отдела по работе с
облигациями
OMedvedev@veles-capital.ru

Александр Аникин
Главный специалист
AAnikin@veles-capital.ru

Управление анализа долговых рынков**Bonds@veles-capital.ru**

Иван Манаенко
Начальник управления,
макрэкономист
IManaenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор
YKravchenko@veles-capital.ru

Иван Лубков
Программист
ILubkov@veles-capital.ru

Управление по анализу рынка акций**research@veles-capital.ru**

Илья Федотов
Начальник управления
IFedotov@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия
AKhalikov@veles-capital.ru

Алексей Мартьянов
Электроэнергетика
AMartyanov@veles-capital.ru

Ирина Ладыгина
Нефть и газ
ILadygina@veles-capital.ru

Доверительное управление**am@veles-capital.ru**

Бейшен Исаев
Начальник Управления
BIsaev@veles-capital.ru

Станислав Бродский
Инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Вадим Лабед
Работа с инвесторами
VLabed@veles-capital.ru