

17 ноября 2011 г.

Недавно отчитались два розничных банка, чьи облигации традиционно относятся к обязательствам повышенного риска – Ренессанс Кредит и ТКС-Банк. Оба до осеннего ухудшения конъюнктуры активно вели себя на долговом рынке, в результате у эмитентов сейчас обращается по 3-4 выпуска рублевых облигаций, которые торгуются с доходностью выше 11,5%, а в случае ТКС-Банка – выше 13% годовых. Их займы сложно рассматривать как инструмент управления ликвидностью, поскольку сделок по ним проходит на рынке мало, а в перечень прямого РЕПО с ЦБ они не входят. Тем не менее, для инвесторов с высоким аппетитом к риску инвестиции в данные бумаги могут быть интересны. Однако банки не спешат баловать участников рынка ставками, контролируя, видимо, стоимость фондирования. Так, 1 декабря состоится оферта по выпуску ТКС-Банка серии БО-02, купон облигаций сохранен на уровне размещения в 2010 году – 16,5%, что соответствует доходности 17,2% годовых к 2-летней оферте. С учетом ухудшения текущей конъюнктуры, мы считаем, что данное предложение будет интересно для очень ограниченного круга участников, готового брать на себя повышенные риски.

С точки зрения кредитного качества, мы бы отдали предпочтение Банку Ренессанс Кредит (В3/В/В), который в 2011 году демонстрирует устойчивую позитивную динамику основных показателей и который при этом идет по более консервативному пути развития. ТКС-Банк (В2/-/В) характеризуется, на наш взгляд, достаточно высоким потенциалом бизнеса, однако волатильность его показателей несет в себе внутренние риски, которые могут быть не видны на первый взгляд. На наш взгляд, это нашло отражение в спреде бумаг ТКС-Банка к облигациям Ренессанс Капитала (до 400 б.п.).

### Сходства и различия?

**Масштабы бизнеса и направление деятельности.** Несмотря на то, что оба Банка розничные, каждый из них имеет свою специфику: Ренессанс Кредит в большей степени специализируется на потребительских кредитах (доля в кредитном портфеле – 54% на середину текущего года), при этом на кредитные карты у него приходилось всего 16% кредитного портфеля. ТКС-Банк специализируется на выпуске кредитных карт, которые и формируют весь его кредитный портфель, занимая на данном рынке долю порядка 5,6%. Кредитные карты как высокодоходный продукт вкуче с моделью развития ТКС-Банка позволяют ему генерировать достаточно высокий уровень доходов, и среди розничных кредитных организаций он лидирует по эффективности деятельности (NIM больше 50%, ROA – более 10%). Однако нельзя сказать, что Ренессанс не пытается повысить свою эффективность: доля высокодоходных кредитов (кредиты наличными, кредитные карты) выросла с 61% на начало года до 69,3% на 1 октября 2011 года. Это в том числе позволило сохранить показатель NIM за 9 месяцев на уровне 20%, тем не менее, все же было недостаточно для достижения уровня 2010 года (27% за 9 мес.). Рентабельность активов у Ренессанс Кредита – 5,3%.

В чем отстает ТКС-Банк, так это в масштабах бизнеса: банк более чем в 2 раза меньше КБ Ренессанс Кредит и почти в 7 раз меньше лидера сегмента кредитных карт – Банка Русский Стандарт. Хотя в «плюс» эмитенту можно отметить, что он за последний год активно пытался сократить разрыв, поднявшись в рейтинге российских банков со 167 места до 122 места по размеру активов. Ренессанс продвигался менее интенсивными темпами: с 89 до 86 ступени соответственно.

Благодаря более высокой рентабельности, по чистой прибыли разрыв между ТКС-Банком и другими розничными банками заметно меньше: финансовый результат по итогам 9 месяцев у эмитента сложился на уровне 1,2 млрд руб., в то время как у Ренессанс Кредита – 1,8 млрд руб. (в 1,5 раза больше), у Русского Стандарта – 4 млрд руб. (в 3,3 раза больше).

**Источники роста.** С точки зрения фондирования, на наш взгляд, КБ Ренессанс развивался более «органично», в частности, большая часть прироста бизнеса была обеспечена за счет средств клиентов, которые к началу года увеличились на 33% до 24 млрд руб., что составило на конец 3 квартала 47% активов (45% на начало года). У ТКС-Банка фондирование за счет данной статьи пассивов заметно ниже – 32% активов на 1 октября текущего года, при этом в течение года показатель заметно снижался (43% на начало года). В основном фондирование интенсивного роста (активы ТКС-Банка за 9 месяцев 2011 года увеличились на 84% против «+26%» у КБ Ренессанс Кредит) осуществлялось за счет наращивания долга. С одной стороны, увеличение долговой нагрузки можно рассматривать как негативный фактор для инвесторов, с другой – если бы банк попытался поддержать рост средств клиентов на таком же уровне,

это могло бы привести, по нашему мнению, к удорожанию фондирования. В качестве негативного момента выделим, что достигнутые темпы развития бизнеса у ТКС-Банка могут привести к потере качества кредитного портфеля. Так, за 3 квартал текущего года NPL (90+) у ТКС-Банка увеличился с 2,8% до 3,2% на 1 октября и 3,8% - на 1 ноября.

**Долговая нагрузка.** У Банка Ренессанс Кредит ситуация выглядит комфортно: ближайшее исполнение обязательств по публичным долгам будет только в апреле 2012 года – по займу серии БО-02 (до 3 млрд руб.). При этом запас денежных средств на балансе кредитной организации на конец 3 квартала составлял 4,3 млрд руб. В целом, поскольку эмитент приостановил свои заимствования на долговом рынке, публичный долг у банка на конец 3 квартала текущего года в пассивах был менее 24% (0,95x капитала) – 12,1 млрд руб.

ТКС-Банк заметно агрессивней ведет себя на долговом рынке: доля займов в пассивах достигает 50% или 3,7x к капиталу, что, на наш взгляд, свидетельствует о слабой диверсификации пассивов. Отчасти смягчает негатив долгосрочная и равномерно распределенная во времени (по погашениям) структура заимствований: до конца 2011 года (1 декабря) Банку предстоит исполнить оферту по выпуску БО-02 объемом 1,5 млрд руб., к которой банк, судя по всему, подготовился, приостановив рост и аккумулируя средства в 3 квартале. Следующая оферта будет только в августе 2012 года по выпуску серии БО-03 (1,5 млрд руб.).

**Качество активов.** Ренессанс Капитал, оставив большинство проблем в 2010 году, в 2011 году продолжает демонстрировать улучшение качества кредитного портфеля: NPL (90+) снизился до 4,8% против 6,0% на начало года и 8,3% на 1 октября 2010 года. В качестве негативного фактора отметим, что у большинства розничных банков (Русский Стандарт, ХКФ-Банк, ТКС-Банк) покрытие NPL превышает 1,0x, или около него. У Эмитента это соотношение достаточно низкое – около 0,6x на конец 9 месяцев 2011 года. У ТКС-Банк с этой стороны отклонение в лучшую сторону – 1,7x, однако в «минус» ему можно зачесть, как мы уже отметили выше, ухудшение качества кредитного портфеля – NPL вырос с 2,8% в середине текущего года до 3,2% на 1 октября и 3,8% - на 1 ноября. На начало текущего года показатель был на уровне 3,2%.

**Достаточность капитала.** Говоря о достаточности капитала, мы предпочитаем ориентироваться на отчетность по РСБУ, поскольку ЦБ постоянно следит за выполнением нормативов, как и АСВ. В целом, оба банка смотрятся довольно «скромно»: Н1 у Ренессанс Кредита – 12,9%, у ТКС-Банка – 13,08%, в то время как у ХКФ-Банка – 16,56%, у Русского Стандарта – 14,97% (на 1 октября). С учетом того, что в 4 квартале для розницы наступает «высокий сезон», обоим рассматриваемым банкам пополнение капитала было бы весьма кстати.

#### Ключевые риски.

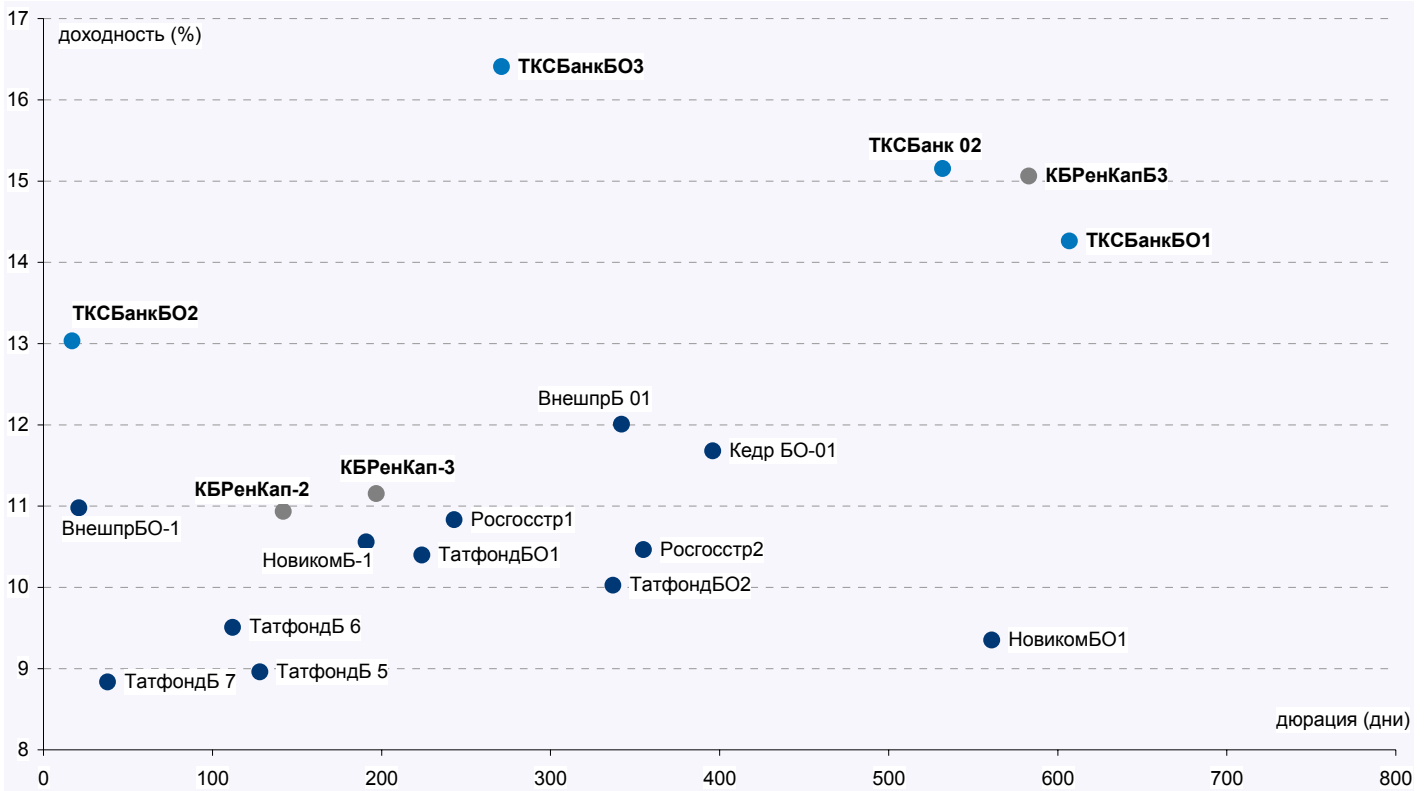
##### Для ТКС-Банка:

- **Темпы роста активов** – высокие темпы роста бизнеса, мы уже отмечали выше, могут нести в себе риски с точки зрения кредитного качества.
- **Зависимость от долгового рынка** – доля публичного долга в пассивах банка достигает 50%, что свидетельствует о низкой диверсификации ресурсной базы и зависимости от конъюнктуры на долговом рынке.
- **Надежность депозитной клиентской базы** – в 3 квартале 2011 года в связи с ухудшением конъюнктуры рынка можно было наблюдать стагнацию роста средств клиентов, объем которых в предыдущие периоды рос высокими темпами.
- **Волатильность показателей** – несмотря на то, что банк существует на рынке несколько лет, его модель развития все еще остается новой для рынка и постоянно корректируется его менеджментом. Последнее провоцирует достаточно высокую волатильность показателей, что для инвесторов выступает дополнительным негативным фактором при оценке финансовой устойчивости кредитной организации.
- **Усиление конкуренции** – в частности, Сбербанк продолжает увеличивать свою долю в сегменте кредитных карт.

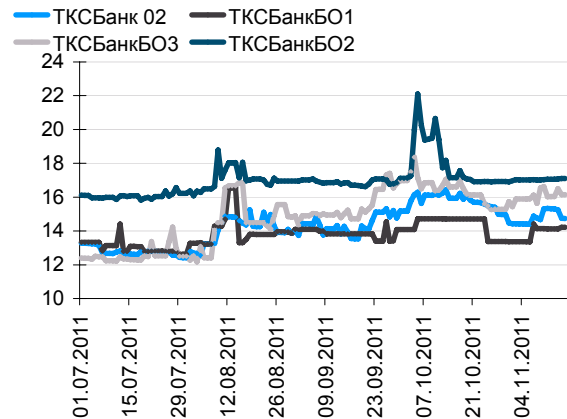
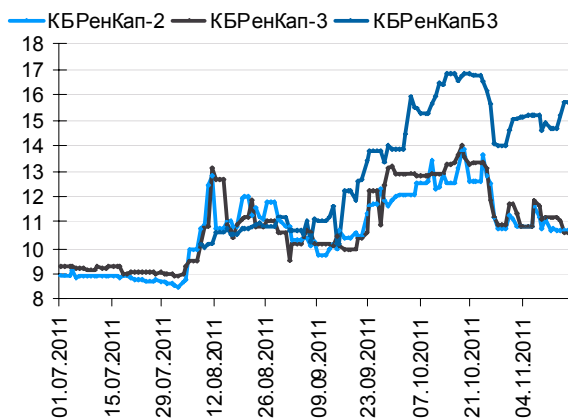
##### Для Банка Ренессанс Кредит:

- **Сокращение маржинальности** – рост конкуренции на рынке приводит к сокращению маржинальности бизнеса банка.
- **Низкое покрытие кредитов резервами** – в отличие от прочих розничных банков, где данный показатель находится около или превышает 1,0x, у Ренессанс Кредита он порядка 0,6x.
- **Темпы роста активов** – высокие темпы роста бизнеса, наблюдаемые в текущем году, могут нести в себе риски с точки зрения качества кредитного портфеля.

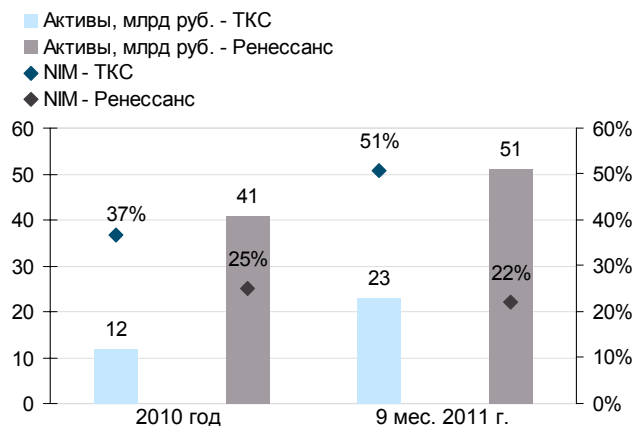
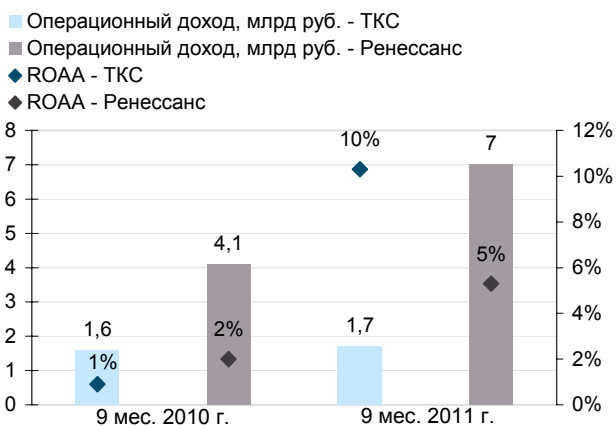
Доходности облигаций банков с рейтингом В2 / В



Сравнение показателей доходности ТКС-Банка и Банка Ренессанс Кредит



Сравнение показателей доходности ТКС-Банка и Банка Ренессанс Кредит



## Финансовые показатели розничных банков

млрд руб.	ТКС-Банк					Банк Ренессанс Капитал					Банк Русский Стандарт			
Рейтинги	B2 / - / B					B3 / B / B					Ba3 / B+ / B+			
Место в рейтинге на 1 окт. 2011 года	122					86					31			
Балансовые показатели	2010	1H 2011	9M 2010*	9M 2011	%	2010	1H 2011	9M 2010	9M 2011	%	2010	1H 2011	9M 2011	%
ASSETS	12	20	10	23	84%	41	44	38	51	26%	137	144	156	5%
Cash and cash equivalents	2	2	1	2	9%	6	5	n/a	4	n/a	11	8	n/a	28%
% assets	13%	12%	14%	7%	---	14%	11%	n/a	8%	---	8%	6%	n/a	---
Loans	10	16	8	19	93%	31	35	29	43	37%	82	89	100	8%
Loans (gross)	10	17	9	20	89%	32	37	30	44	36%	90	96	108	7%
% assets	78%	78%	79%	82%	---	77%	80%	77%	84%	---	60%	62%	64%	---
NPL (>90дн.)	3%	3%	7%	3%	---	6,0%	5,0%	8,3%	4,8%	---	5,9%	5,0%	5,0%	---
allowance for loan impairment	7%	6%	10%	5%	-28%	4%	4%	5%	3%	---	9%	8%	8%	---
Customer accounts	5	7	4	7	37%	18	22	n/a	24	33%	63	82	88	30%
% assets	43%	34%	42%	32%	---	45%	49%	n/a	47%	---	46%	57%	56%	---
EQUITY	1	2	1	3	125%	11	12	n/a	13	12%	27	28	n/a	3%
% assets	11%	11%	11%	13%	---	28%	27%	n/a	25%	---	20%	19%	n/a	---
TCAR	12%	13%	13%	14%	---	29%	27%	28%	26%	---	28%	27%	25%	---
Показатели прибыльности	2010	1H 2011	9M 2010*	9M 2011	%	2010	1H 2011	9M 2010	9M 2011	%	2010	1H 2011	9M 2011	%
Net interest income	2,9	2,8	1,8	5,0	175%	9,5	5,1	7,0	5,6	-20%	19,5	9,9	n/a	n/a
Fee and commission income (net)	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	111%	2,5	1,8	1	3	138%	0,3	0,3	n/a	n/a
Provisions charge for loan impairment	-0,8	-0,5	-0,6	-0,9	40%	-5,1	-1,1	-2	-4	137%	-6,3	-1,7	n/a	n/a
Operating income*	2,6	2,1	1,6	1,7	3%	11,9	5,2	4,1	7,0	71%	22,6	12,4	n/a	n/a
General Administrative expenses	-1,4	-0,9	-0,8	-1,5	84%	-5,0	-3,1	-3	-4	36%	-13,7	-7,6	n/a	n/a
Profit	0,3	0,5	0,1	1,2	2218%	1,6	0,8	0,6	1,8	218%	1,8	2,5	4,0	---
Качественные показатели деятельности**	2010	1H 2011	9M 2010*	9M 2011	%	2010	1H 2011	9M 2010	9M 2011	%	2010	1H 2011	9M 2011	%
RoAA	3,0%	6,8%	0,9%	10,3%	9%	3,7%	3,6%	2,0%	5,3%	3%	1,3%	3,6%	3,5%	1%
RoAE	23,1%	60,3%	6,6%	83,5%	77%	15,0%	13,1%	8,0%	20,5%	13%	6,5%	16,9%	19,1%	4%
NIM	36,6%	42,0%	36,3%	50,7%	14%	25,0%	20,0%	27,0%	22,0%	-5%	18,1%	17,8%	18,7%	0%
Cost / Income	52,4%	44,1%	51,7%	38,3%	-13%	42,2%	59,4%	43,0%	54,0%	11%	60,7%	61,5%	58,7%	5%

\* Net profit before tax + Provisions charge for loan impairment + Operating expenses

\*\*для ТКС-Банка расчет сохранен в валюте отчетности (долл.США)

Источник: данные банков, оценки Аналитического департамента

**Аналитический департамент**

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов

Borisov\_DV@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий Волов, CFA

Volov\_YM@nomos.ru

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin\_MY@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin\_IA@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov\_AVi@nomos.ru

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Александр Полюттов

Polyutov\_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova\_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКа. НОМОС-БАНК не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.