

Банковский сектор: банковский бум

На протяжении 2004-2007 гг. активы украинских банков росли в среднем на 64% в год, в том числе за 2007 на 76%. Для сравнения в 2004-2006гг. Словакия, Чехия, Венгрия и Польша показали рост 10-20%, а банковские активы Эстонии, Латвии, Болгарии и Румынии увеличились 30-50%. Однако, не смотря на столь стремительное развитие, банковский сектор сохраняет значительный запас роста. Так на душу населения в Польше приходится около EUR4000 банковских активов, в Венгрии – EUR8000, в Чехии – EUR11000, а в Украине всего EUR1700. Вместе с тем, мы все же ожидаем снижение темпов прироста банковских активов в 2008-2010 гг. до 15-25%.

В силу сравнительной насыщенности корпоративной сферы, основным драйвером роста банковской системы в ближайшие 2-3 года станет увеличение спроса на потребительское и ипотечное кредитование. Уже в прошлом году кредиты и депозиты домохозяйств росли почти в два раза быстрее, чем корпоративные.

Отличительной особенностью украинского банковского сектора является наличие большого количества участников (170 банков) и следовательно низкий уровень концентрации. В связи с этим ожидается новая фаза консолидации банковского капитала. Переориентация на потребительский рынок, усиление конкуренции и дальнейшие ужесточения в сфере регулирования банковской деятельности непременно приведут к активизации M&A в секторе.

Рынок акций: колючие цены

Финансовые показатели в \$ млн.

Компания	Тикер	Мсар	Операционный доход	Активы	Собственный капитал	Прирост собственного капитала	ROE	ROA
РАЙФАЙЗЕН БАНК АВАЛЬ	BAVL	4 304	664	8 804	1 034	60.1%	13.9%	1.6%
УКРОЦБАНК	USCB	2 476	340	6 184	632	78.1%	14.1%	1.5%
"НАДРА"	NADR	1 950	308	4 209	348	106.5%	22.6%	2.2%
"ФОРУМ"	FORM	918	112	2 855	267	95.4%	5.0%	0.5%
ВТБ БАНК	BAMR	769	91	2 318	156	312.6%	2.2%	0.2%
УКРГАЗБАНК	UGZB	651	105	2 042	184	131.2%	14.3%	1.4%
РОДОВІД БАНК	RODB	661	62	1 971	226	170.8%	7.8%	0.9%
ІНДУСТРІАЛБАНК	INDB	48	54	714	93	34.3%	10.9%	1.6%
МЕГАБАНК	MEGA	145	28	398	64	79.3%	9.5%	1.5%
ЕКСПРЕС-БАНК	EXPB	18	55	350	64	39.2%	15.0%	2.8%
УКРІНБАНК	UKIB	175	27	305	85	24.1%	2.1%	0.7%
УКРАЇНСЬКИЙ ПРОФЕСІЙНИЙ БАНК	UPRB	464	13	300	42	142.1%	7.6%	1.5%
"ЄВРОПЕЙСЬКИЙ"	KBEV	5	13	287	26	121.4%	7.0%	0.8%
"БІГ ЕНЕРГІЯ"	BBIG	n/a	14	285	32	38.8%	5.5%	0.7%
ФАКТОРІАЛ-БАНК	FKTB	186	15	278	44	74.9%	1.1%	0.2%
КРЕДОБАНК	ZUKB	297	21	239	27	39.7%	21.1%	2.4%
"АВТОКРАЗБАНК"	AKRB	12	5	102	14	63.5%	4.5%	0.7%
"ГРАНТ"	BGRT	n/a	4	75	15	60.2%	1.3%	0.3%
Медиана		380	41	374	75	76.5%	7.7%	1.1%

Несмотря на высокие темпы роста в 2007 году, сегодня большинство украинских банков котируется по завышенным ценам. Банки, на наш взгляд, не представляющие инвестиционного интереса представлены в таблице ниже:

Таргет в грн. на акцию

Компания	Тикер	Украинские аналоги	Польские аналоги	Мировые аналоги	Итоговый таргет	Оффер	Спред	Upside / Downside
ВТБ БАНК	BAMR	0.98	0.96	0.53	0.88	1.10	340%	-19.7%
НАДРА	NADR	244.94	239.90	133.01	221.04	400.00	58%	-44.7%
МЕГАБАНК	MEGA	4.33		2.16	3.25	4.00	16%	-18.9%
УКРІНБАНК	UKIB	0.03		0.02	0.02	0.06	100%	-58.7%
КРЕДОБАНК	ZUKB	0.01		0.01	0.01	0.03	10%	-71.9%
ФАКТОРІАЛ-БАНК	FKTB	3.83		2.20	3.02	15.50	174%	-80.5%
УКРАЇНСЬКИЙ ПРОФЕСІЙНИЙ БАНК	UPRB	2.11		1.11	1.61	8.00	129%	-79.8%

Раффайзен Банк Аваль и Укрсоцбанк: «ах, зачем я голубой?»

Таргет в грн. на акцию

Компания	Тикер	Украинские аналоги	Польские аналоги	Мировые аналоги	Итоговый таргет	Оффер	Спред	Upside / Downside
РАЙФФАЙЗЕН БАНК АВАЛЬ	BAVL	0.63	0.72	0.37	0.60	0.96	2%	-36.9%
УКРСОЦБАНК (до доп. эмиссии)	USCB	1.22	1.21	0.64	1.10	1.32	2%	-16.2%
УКРСОЦБАНК (после доп. эмиссии)*	USCB				0.60			

* себестоимость участия в доп. эмиссии равна 0,71 грн. за акцию.

Отдельно мы рассматриваем **Раффайзен Банк Аваль** и **Укрсоцбанк**, которые входят в корзины индексов ПФТС и UTXL (Вена). Кроме того, **Аваль** был включен в MSCI Frontier Market Index. Этот факт в сочетании с высокой ликвидностью обуславливает наличие премии (5-20%) для данных бумаг. Это означает, что инвесторы могут оценивать BAVL и USCB несколько выше относительно аналогов (особенно в периоды повышенного оптимизма рынка).

Текущие мультипликаторы

Компания	Тикер	P/Assets	P/E	P/B
РАЙФФАЙЗЕН БАНК АВАЛЬ	BAVL	0.49	36.87	4.15
УКРСОЦБАНК (до доп. эмиссии)	USCB	0.42	36.63	4.16
Медиана по сектору		0.39	36.75	3.83

По итогам сравнительного анализа мы выделили три украинских банка, которые сохраняют потенциал роста: Родовид Банк (RODB), Банк Форум (FORM) и Укргазбанк (UGZB).

Родовид Банк: на передовой роста

Родовид Банк – один из наиболее агрессивно развивающихся украинских банков. Опередив своего ближайшего преследователя **Укргазбанк**, **Родовид Банк** за прошлый год сумел увеличить свои активы в 2,6 раз, при этом ROA в 2007 году был равен 0,9%, а ROE = 7,8%. Мы определили таргет по RODB на 2008 год в размере **9871 грн.** за акцию (upside 19,4%) исходя из ожидаемого темпа прироста активов, а также исторического размера ROA и ROE. На сегодняшний день мы рассматриваем RODB как одну из наиболее перспективных бумаг сектора.

Форум: ожидается 4-8%-ая доходность при участии в дополнительной эмиссии

Таргет в грн. на акцию

Компания	Тикер	Украинские аналоги	Польские аналоги	Мировые аналоги	Итоговый таргет	Оффер	Спред	Upside / Downside
"ФОРУМ" (до доп. эмиссии)	FORM	49.38	50.43	27.05	45.23	43.00	4%	5.2%
"ФОРУМ" (после доп. эмиссии)					31.28			

Текущая цена банка **Форум** (42 грн. за акцию) практически совпадает с его справедливой стоимостью, полученной в результате сравнения с ликвидными украинскими аналогами. Сравнение с этими же аналогами, однако, по прогнозным показателям на 2008 год, дает более высокую оценку FORM - 49 грн. Данное увеличение объясняется относительно более высокими темпами прироста общих активов банка (95%) по сравнению с ликвидными украинскими аналогами. В то же время, операционная эффективность Форума (ROA=0,5% и ROE=5%) уступает среднеотраслевой (1,1% и 7,7% соответственно). По сравнению с польскими аналогами, Форум также имеет потенциал роста до 50,4 грн. Как и все прочие отечественные банки, кажется переоцененным по сравнению с мировыми аналогами. Средневзвешенный таргет по Форуму на 2008 год равен **45 грн.** за одну акцию при количестве акций 112 100 000 шт.

На очередном собрании акционеров банка было принято решение о дополнительном выпуске 50 000 000 акций по номиналу 10 грн. (увеличение в 1.466 раз). С учетом этого, наш таргет по FORM будет уменьшен до 31,3 грн. в день закрытия реестра (17.03.2008). Предполагается, что в течение некоторого времени после начала 1-го этапа доп. эмиссии цена bid на FORM установится на отметке 30 грн. за акцию, а цена ask в

районе текущей цены – 42 грн. Позже, вероятно, произойдет сужение спреда, а средняя цена зафиксирована в целевом диапазоне 31,3 - 36 **грн.** за акцию. При себестоимости участия в подписке на акции в 32,4 **грн.** ожидается доходность всего порядка 4-8%.

Укргазбанк: невеста на выданье

Таргет в грн. на акцию

Компания	Тикер	Украинские аналоги	Польские аналоги	Мировые аналоги	Итоговый таргет	Оффер	Спред	Upside / Downside
УКРГАЗБАНК (до доп. эмиссии)	UGZB	8.84	8.53	4.64	7.91	6.75	11%	17.1%
УКРГАЗБАНК (после доп. эмиссии)					6.59			

Являясь одним из главных претендентов на поглощение стратегическим инвестором, **Укргазбанк** за прошедший год показал высокие темпы развития, прирастив свои активы более чем на 130%. При этом показатели ROA=1,4% и ROE=14,3% у **Украгазбанка** выше, чем у Форума. Наш таргет (до доп. эмиссии) величиной 7,91 **грн.** за акцию мы рассчитывали на основе сравнения с польскими, мировыми и Украинскими аналогами. До 11.03.2008 проходит подписка на акции доп. эмиссии, в результате которой уставной фонд банка увеличится в 1,2 раза. Себестоимость подписки составляет 5,43 **грн.** за акцию, а «послеэмиссионный» таргет - 6,59 **грн.** за акцию (upside 21%).