

Инвестиционная идея по еврооблигациям SANUSA 6.124'27

29 июля 2025 г.

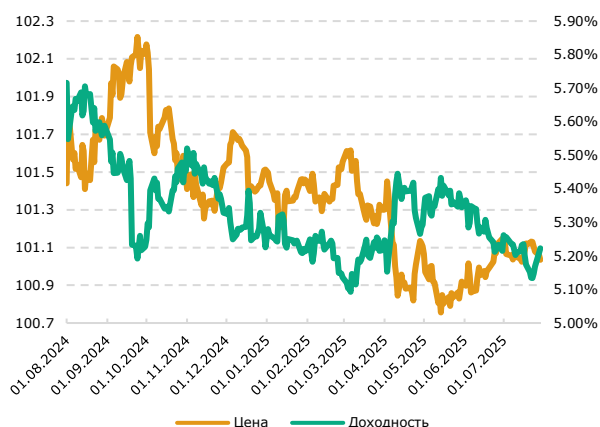
Доре Анна
a.dore@halykfinance.kz

Основные сведения

Компания	Santander Holdings USA, Inc.
Тикер еврооблигаций	SANUSA
Страна риска	США
Сектор	Банки
Кредитные рейтинги (M/S/F)	Baa2 St / BBB+ St / A- St
Рекомендация	Держать до погашения
Целевая доходность за период	5.2%
Выпуск	SANUSA 6.124'27
ISIN	US80282KBK16
Рынок	Global
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	Fix-to-floating
Доходность к погашению	5.22%
Доходность к худшему	4.83%
G-Spread	127 бп
Текущая цена	101.03%
Дата погашения	31.05.2027
Объем в обращении	\$500 млн
Минимальный лот	\$2 тыс.

Финансовые показатели, \$ млн	2023	2024	31.03.2025 ТТМ
Чистые процентные доходы	5 875	5 578	5 658
Чистые непроцентные доходы	3 465	3 605	3 545
Операционный доход до резервов	9 340	9 182	9 203
Чистая прибыль	933	1 077	1 100
Активы	164 973	165 249	172 200
Кредиты (нетто)	86 115	80 742	80 630
Обязательства	147 472	147 573	154 143
Капитал	17 501	17 676	18 057
Коэффициент достаточности капитала (мин. 10%)	14.3%	14.7%	14.3%
Норматив регулятивного капитала (мин. 13%)	16.4%	16.8%	16.4%

Рисунок 1. Динамика доходности и цены



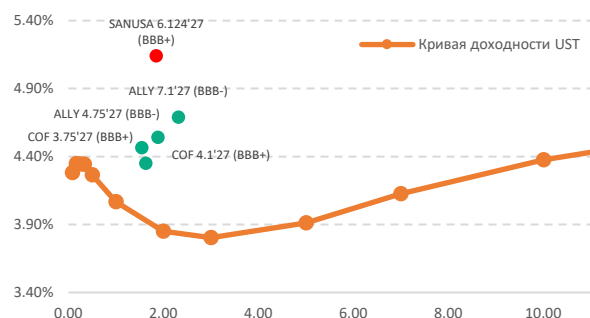
Источник: Bloomberg

Инвестиционный тезис

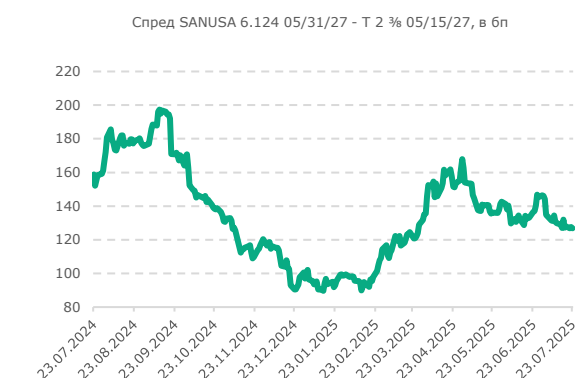
Представляем вашему вниманию еврооблигации банковского холдинга из США — Santander Holdings USA, Inc. (далее – «SHUSA»), с погашением в 2027 году. Облигации в настоящее время торгуются с доходностью к погашению 5.21%-5.24% годовых, что подразумевает премию в 55-60 базисных пунктов к аналогичным облигационным выпускам (ALLY 4.75'27, ALLY 7.1'27, COF 3.75'27, COF 4.1'27). Повышенная премия за риск отражает более высокую экспозицию на non-prime автокредитование, но оценка, на наш взгляд, недостаточно учитывает остальной коммерческий бизнес Группы. Бизнес-профиль SHUSA демонстрирует тенденцию к диверсификации, а качество активов сохраняется стабильным несмотря на значительную долю non-prime автокредитов. Резервы Группы, на наш взгляд, обеспечивают устойчивость к ухудшению макроэкономической конъюнктуры и соответствующего ослабления платежеспособности заёмщиков, покрытие проблемных кредитов резервами высокое, обеспечивая существенный буфер на случай возможных потерь. Капитализация группы на надежном уровне с хорошим запасом. Также ввиду стратегической важности американской дочерней группы для конечной материнской компании Banco Santander S.A. (Испания), холдинг, на наш взгляд, может рассчитывать на поддержку в случае необходимости. **Мы инициируем рекомендацию «Держать до погашения» по выпуску SANUSA 6.124'27 с ожидаемой доходностью за время удержания 5.2% годовых.**

О компании

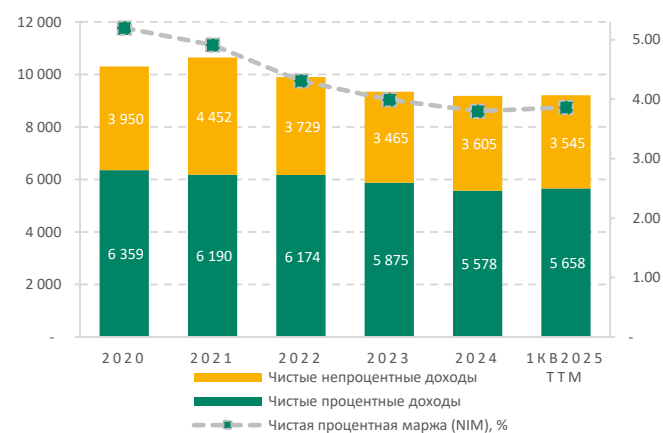
Santander Holdings USA, Inc. (далее – «Santander USA», «SHUSA», «Компания») – один из крупнейших иностранных банковских холдингов в США, объединяющий американские активы группы Banco Santander (Испания, рейтинг A), крупнейшего финансового конгломерата в Европе и мире. Бизнес SHUSA диверсифицирован по шести основным сегментам: автокредитование (Auto), розничный и малый бизнес (CBB), корпоративный (C&I), коммерческая недвижимость (CRE), корпоративно-инвестиционный банкинг (CIB) и управление капиталом (Wealth Management) (см. подробнее ниже). Основными операционными единицами холдинга являются: Santander Bank, N.A. (далее — «Банк») (рознично-

Рисунок 2. Карта доходности аналогичных еврооблигаций


Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Рисунок 3. G-Spread облигации, бп


Источник: Bloomberg

Рисунок 4. Структура операционных доходов, \$ млн


Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

коммерческий банк), Santander Consumer USA Holdings¹, Inc. (автофинансирование), Banco Santander International (private banking), а также Santander US Capital Markets (брокер-дилер). Кроме того, в структуру SHUSA входят и другие дочерние компании. Холдинг является ведущим игроком на рынке автокредитования США и одним из крупнейших кредиторов в сегменте многоквартирной недвижимости (multifamily). Кроме того, SHUSA выполняет роль регионального хаба группы Banco Santander в области инвестиционно-банковских услуг и рынков капитала в США, предлагая крупным институциональным инвесторам операции с долговыми инструментами, акциями, деривативами и т.д., опираясь на глобальные возможности Banco Santander и экспертизу на местном рынке. SHUSA на 100% принадлежит глобальной группе Banco Santander S.A. и является важным элементом стратегии группы Banco Santander на американском рынке.

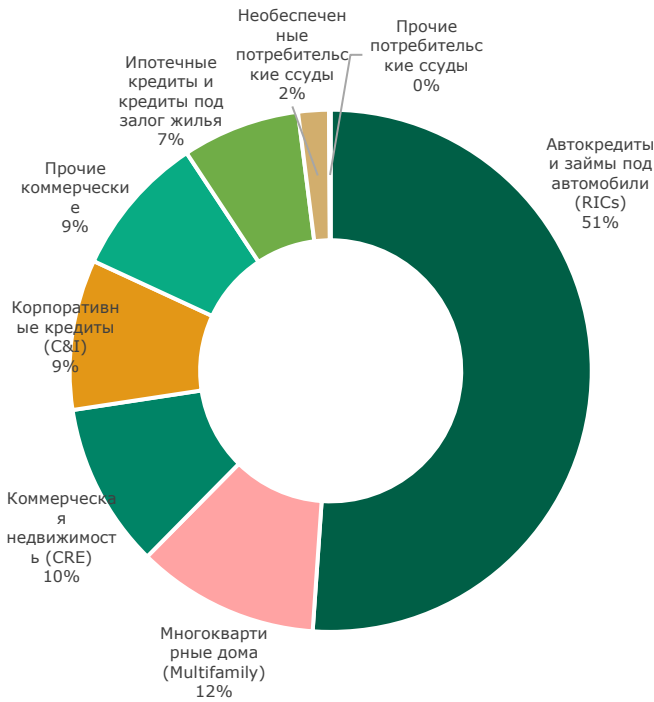
На конец 1-го квартала 2025 г. активы SHUSA составили \$172.2 млрд. Основу баланса составляет кредитный портфель (нетто) — \$80.6 млрд (47% активов), вложения в ценные бумаги — \$41.1 млрд (24%), денежные средства и эквиваленты — \$21.2 млрд (12%), основные средства — \$12.5 млрд (7%), прочие активы — \$16.7 млрд (10%) (см. рис. 5). Объем клиентских депозитов — \$78.8 млрд, что составляет основу для фондирования около 46% активов; заемные средства — \$66.6 млрд (39%), прочие обязательства — \$16.7 млрд (5%) (см. рис. 5). Собственный капитал компании составляет \$17.7 млрд (10%).

Кредитный портфель диверсифицирован по двум большим сегментам – коммерческому (40% портфеля) и потребительскому (60%). К коммерческим кредитам (\$34.4 млрд) относятся: коммерческая недвижимость (CRE) – \$8.8 млрд (10.2% портфеля), корпоративные кредиты (C&I) – \$8.1 млрд (9.3%), многоквартирные дома (multifamily) – \$9.81 млрд (11.3%), прочие коммерческие – \$7.64 млрд (8.8%). Потребительские кредиты (\$52.7 млрд) включают: автокредиты и займы под автомобили (RICs) – \$44.6 млрд (51.1%), ипотечные кредиты и кредиты под залог жилья – \$6.3 млрд (7.3%), необеспеченные потребительские ссуды – \$1.7 млрд (1.9%), прочие – \$30 млн (0.1%).

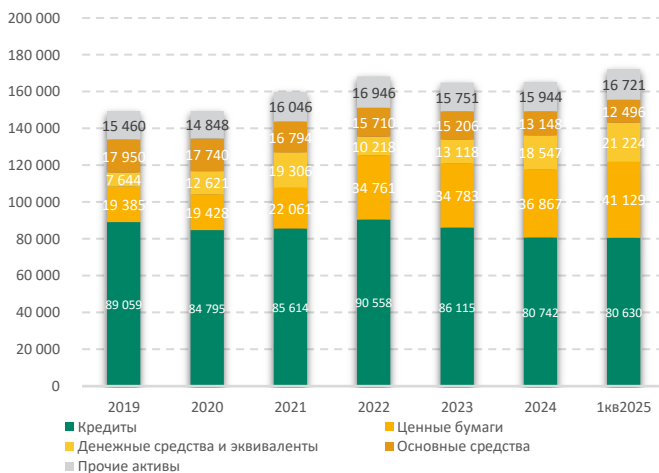
Сегменты

Santander USA группирует свой бизнес по следующим операционным сегментам: Автокредитование (Auto), Розничный и малый бизнес (CBB), Корпоративный (C&I), Коммерческая недвижимость (CRE), Корпоративно-

¹ 1 апреля 2025 г. SHUSA объединила Santander Consumer USA Inc. (SC) с основной банковской структурой Santander Bank National Association (SBNA)

Рисунок 5. Структура кредитного портфеля, \$млн


Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

Рисунок 6. Структура активов, \$млн


Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

инвестиционный банкинг (CIB) и Управление капиталом (Wealth Management).

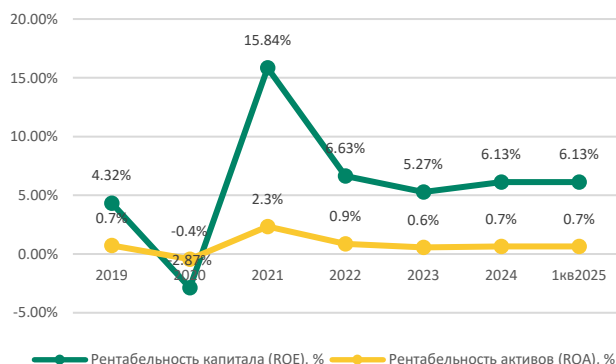
(1) **Автокредитование (Auto).** Включает потребительские и коммерческие автокредиты, автолизинг, а также финансирование дилеров. Основное направление — оформление договоров розничной рассрочки (RICs, «Retail Installment Contract») через дилеров автопроизводителей. Компания также осуществляет прямое онлайн-кредитование, выкуп автокредитов у сторонних кредиторов и пр. Santander Consumer предлагает кредиты на новые и б/у автомобили через сеть из ~14 тыс. дилеров по всей стране (50 штатов), программы финансирования для дилерских центров, лизинг. Партнёрство с автопроизводителями является ключевым элементом стратегии сегмента автокредитования: Santander — эксклюзивный финансовый партнёр концерна Stellantis (марки Chrysler, Dodge, Jeep и пр.) до конца 2025 г., кроме того, во второй половине 2023 г. SHUSA заключила ряд новых соглашений с другими автопроизводителями, включая бренды с фокусом на электромобили. Автокредитование является основным бизнес-направлением компании (51.1% кредитного портфеля). За 2024 г. данный сегмент сгенерировал 54% выручки группы.

(2) **Розничный и малый бизнес (Consumer & Business Banking, далее - «CBB»).** Сегмент CBB включает банковские и инвестиционные продукты и услуги для физических лиц и малого бизнеса, включая потребительские депозиты, банковское обслуживание малого бизнеса, необеспеченное кредитование и инвестиционные услуги. Сегмент предлагает широкий спектр депозитных продуктов, также предлагаются кредиты: необеспеченные потребительские займы, кредитные карты, кредиты малому бизнесу, включая кредитные линии. Кроме того, розничным клиентам доступны инвестиционные продукты (аннуитеты, паевые фонды, счета под управлением, страхование). Кредитный портфель сегмента CBB составляет \$25.5 млрд (29.4% общего кредитного портфеля). По итогам 2024 г. на долю данного сегмента пришлось 22% выручки группы.

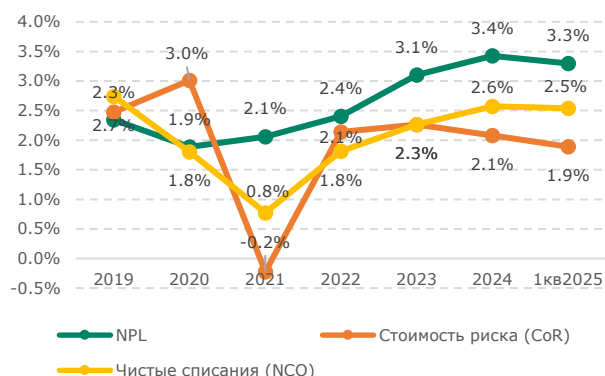
(3) **Корпоративный (Commercial & Industrial, далее - «C&I»).** Сегмент C&I в настоящее время предлагает кредитные линии, коммерческие кредиты, аккредитивы, финансирование дебиторской задолженности, корпоративные кредитные карты, а также услуги по расчетам и депозитам для клиентов среднего и крупного бизнеса, а также для государственных учреждений. Также предоставляется финансирование для отдельных отраслей с узкой специализацией. Кредитный портфель сегмента C&I составляет \$8.1 млрд (9.3% общего кредитного портфеля). По итогам 2024 г.

Рисунок 7. Структура обязательств, \$млн


Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

Рисунок 8. Рентабельность капитала, в %


Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

Рисунок 9. NPL, CoR и NCO, %


Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

на долю данного сегмента пришлось 7% выручки группы.

(4) **Коммерческая недвижимость (Commercial Real Estate, далее - «CRE»).** Сегмент CRE включает кредиты на коммерческую недвижимость, кредиты на многоквартирные дома (multifamily), а также услуги по управлению денежными средствами и расчетам для клиентов. Кредитный портфель сегмента CRE составляет \$8.8 млрд (10.2% общего кредитного портфеля). По итогам 2024 г. на долю данного сегмента пришлось 7% выручки группы.

(5) **Корпоративно-инвестиционный банкинг (Corporate and Investment Banking, далее - «CIB»).** Сегмент CIB обслуживает крупных корпоративных и институциональных клиентов (как американских, так и международных) с годовой выручкой свыше \$500 млн, используя международную сеть Santander для предоставления финансовых и банковских услуг. Продукты и стратегия сегмента основаны на локальных и глобальных возможностях Santander в области оптового банкинга. Также сюда входит брокер-дилер компании, предоставляющий услуги в сфере инвестиционного банкинга, трейдинга, продаж и подготовки аналитических обзоров. По итогам 2024 г. на долю данного сегмента пришлось 11% выручки холдинга.

(6) **Управление капиталом (Wealth Management).** Сегмент Wealth Management включает международный private banking и финансовые операции, предоставляющие полный спектр банковских и инвестиционных услуг состоятельным частным и корпоративным клиентам, в основном из стран Латинской Америки. По итогам 2024 г. на долю данного сегмента пришлось 7% выручки холдинга.

О выпуске

Выпуск SANUSA 6.124'27 является старшим необеспеченным долговым обязательством Santander Holdings USA, Inc. с плавающей процентной ставкой Fix-to-Float. В течение фиксированного периода - до 31 мая 2026 года (не включая), по выпуску будут начисляться проценты по годовой фиксированной ставке 6.124%, и Компания будет выплачивать проценты дважды в год. После этого Компания будет выплачивать проценты по облигациям ежеквартально в течение плавающего периода по плавающей ставке, равной базовой ставке, основанной на SOFR, плюс 1.232% в год, и будет выплачивать проценты 31 августа 2026 г., 30 ноября 2026 г., 28 февраля 2027 г. и 31 мая 2027 г. Облигационный выпуск имеет провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: в любое время до даты перехода купона на плавающую ставку 31 мая 2026 г. (не включая) эмитент имеет право,

по своему усмотрению, направив не менее чем за 30 и не более чем за 60 дней безотзывное уведомление держателям облигаций, выкупить выпуск полностью, но не частично, по цене, равной сумме приведённой стоимости всех будущих платежей (ставка дисконтирования рассчитывается следующим образом: доходность казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 20 бп, используя конвенцию подсчёта дней 30/360). Если компания воспользуется данной провизией, то она будет вынуждена выкупить выпуск по цене сильно выше от номинала. Мы оцениваем вероятность вышеописанного сценария как очень низкую. Кроме того, в день перехода купона на плавающую ставку 31 мая 2026 г. действует опцион на выкуп по цене 100% от номинала. Вероятность выкупа, на наш взгляд, низкая, поскольку купоны снизятся с текущего уровня. Также выпуск имеет встроенный колл-опцион, который начинает действовать с 30 апреля 2027 года и даёт компании право выкупить данный выпуск по цене 100% от номинала.

Обзор сектора

Инвестдома отмечают восстановление роста кредитного портфеля банков США со средней и малой капитализацией, в первую очередь в коммерческом сегменте, но также есть признаки роста и в потребительском, включая автокредиты и необеспеченные потребительские кредиты. Ключевыми фундаментальными трендами во 2кв2025 станут: (1) устойчивый рост кредитного портфеля и депозитной базы (по оценкам JPM, в среднем на уровне 4-5% в годовом выражении для каждого показателя); (2) рост чистой процентной маржи (NIM) примерно на 3-4 бп кв/кв, чистый процентный доход вырастет на 12% г/г;

(3) стабильные в целом тренды по качеству активов. Инвестдома позитивно смотрят на фундаментальные показатели региональных банков и видят потенциал для пересмотра прогнозов в сторону повышения, особенно в части чистого процентного дохода (NII), где улучшение темпов роста кредитного портфеля и более благоприятная ситуация с процентной кривой (меньше ожиданий снижения ставок, большая крутизна), а также продолжающаяся переоценка активов с фиксированной ставкой должны способствовать позитивной динамике. Качество активов остается устойчивым; существенного ухудшения не ожидается, хотя ряд банков фиксирует небольшое увеличение доли проблемных активов (NPA). Возможно небольшое увеличение резервов вследствие пересмотра макроэкономических сценариев. Рисками являются продолжающиеся геополитические и торговые риски, неопределённость по тарифам, который остается ключевым фактором,

ограничивающим восстановление спроса на кредиты МСБ, также усиливающаяся конкуренция за депозиты может оказать давление на маржу.

Качество кредитного портфеля SHUSA остается под контролем при адекватных резервах и высокой капитализации

Качество активов у SHUSA находится под контролем, хотя и отражает специфику потребительского портфеля. Автофинансирование – ключевое направление, составляющее 51.1% кредитного портфеля SHUSA, данное направление характеризуется повышенным риском. На конец 1-го квартала 2025 г. 59.8% портфеля автокредитов компании составляли кредиты nonprime-заемщикам (определяются компанией как заемщики с FICO score² ниже 640). Хотя стандарты андеррайтинга Компании призваны определять, что заемщик представляет собой приемлемый кредитный риск, nonprime-кредиты в любом случае демонстрируют более высокий уровень дефолтов, чем портфель ссуд заемщиков с prime-рейтингом (FICO score выше 640). RICs («Retail Installment Contract», договоры розничной рассрочки) – основной тип автокредитов компании. RICs и автокредиты классифицируются как NPL, т.е. неработающие (non-performing loans), если просрочка по нему превышает 60 дней. Объем NPL (неработающих кредитов) в портфеле RICs и автокредитов показал улучшающуюся сезонную динамику за 1кв2025 и снизился на \$270.1 млн до \$1.97 млрд (-12.1% кв/кв). На конец 1кв2025 доля неработающих RICs и автокредитов составляла 4.4% от общего объема портфеля RIC и автокредитов (по сравнению с 5.0% на конец 4кв2024, 4.2% на конец 1кв2024 и 6.5% в целом на рынке автокредитования США). Что касается ранней просроченной задолженности, то она также пошла на убыль: доля просрочки 30–89 дней по автокредитам на конец 1кв2025 составила 10.9%, что на 0.33 пп выше, чем годом ранее, но на 1.13 пп ниже пика на конец 2024 г. (3.0% в целом на рынке автокредитования США). Общее кредитное качество на рынке автокредитов США ухудшилось по сравнению с сильными показателями 2020–2021 гг. После действия программ господдержки и отсрочек платежей в пандемийный период, уровень просрочек, ранее искусственно заниженный, вновь превысил допандемийные значения почти во всех сегментах заёмщиков. Просрочки на всех стадиях (30, 60, 90+ дней) за последние годы демонстрируют поступательный рост, возвращаясь к уровню до

² FICO score – это вид кредитного рейтинга, разработанный компанией Fair Isaac Corporation (FICO). Это наиболее часто используемая в США система оценки кредитоспособности заемщика, позволяющая кредиторам определить риск выдачи кредита конкретному физическому лицу. Диапазон значений: Отличный (Excellent): 800+; Очень хороший (Very Good): 740–799; Хороший (Good): 670–739; Удовлетворительный (Fair): 580–669; Плохой (Poor): ниже 580. Прайм-заемщики (prime) обычно имеют FICO score выше 660–680, Субпрайм-заемщики (subprime) имеют FICO score ниже 620–640, что указывает на более высокий риск дефолта и приводит к более высоким процентным ставкам по кредитам.

пандемии. В 2020–2021 гг. благодаря массовым стимулам и отсрочкам просрочки достигли рекордных минимумов (напр., просрочка 90+ дней временно опустилась ниже 1%). Тем не менее, ключевые показатели автокредитования указывают на напряжённость, но не на кризис. Например, доля автокредитов с просрочкой 90+ дней составила около 5.0% в 1кв2025. Ранние просрочки (30+ дней) также выросли — около 8.0% автокредитов находились в просрочке в 1кв2025 (по сравнению с ~7.5–7.9% годом ранее).

Все остальные сегменты потребительских кредитов – ипотечные кредиты, необеспеченные потребительские ссуды и прочие потребительские ссуды также показали динамику снижения NPL и доли просроченной задолженности 30-89 дней в 1кв2025. В целом, качество задолженности по ипотеке и другим потребительским кредитам остается высоким, общая сумма NPL незначительна и составляет \$130.7 млн (0.2% от потребительского портфеля) (см. рис. 5).

Кредитование многоквартирной недвижимости (как заселенной, так и в процессе строительства) – Multifamily, составляет 74% совокупного портфеля CRE + Multifamily (CRE включает в себя кредиты на многоквартирную недвижимость в процессе строительства, Multifamily портфель представляет собой кредиты под залог заселенной недвижимости) (см. рис. 5) и 15.8% от общего объема кредитного портфеля. Кредиты на офисную недвижимость составляют 8.6% от портфеля CRE + Multifamily и 2% от общего портфеля. Офисная экспозиция Компании в основном включает объекты инвестиционного уровня, с единственными арендаторами и долгосрочными договорами аренды. Объем NPL в портфеле CRE + Multifamily показал отрицательную динамику за 1кв2025 и увеличился на \$174.5 млн (+37% кв/кв). На конец 1кв2025 просроченная и проблемная задолженность CRE + Multifamily составляла \$644.7 млн или 3.5% от объема портфеля CRE + Multifamily (по сравнению с 2.5% на конец 4кв2024 и 1.3% в целом в сегменте CRE кредитования в США), объем ранней просроченной задолженности 30-89 дней составил 0.9% (против 0.4% на конец 4кв2024 и 0.3% в целом в сегменте CRE кредитования в США). Портфели кредитов на коммерческую недвижимость (CRE) в банках США в последние годы демонстрировали в целом стабильное кредитное качество, однако в 2024 г - начале 2025 г. появились признаки напряжения. Просроченная задолженность по кредитам CRE растет с конца 2022 г., хотя темпы ухудшения демонстрируют некоторые признаки замедления. Общие показатели просроченной задолженности (30+ дней) по CRE выросли до 1.6% от баланса кредитов по состоянию на начало 2025 г.

Текущие уровни (~1.5–1.6%) остаются низкими по историческим стандартам кризиса, однако они выше допандемийных норм (~0.7–1.0% в 2019 г.). Важно отметить, что кредиты на многоквартирную недвижимость (Multifamily), значительная часть CRE, начали демонстрировать стресс: показатели просроченной задолженности (30+ дней) по Multifamily достигли 1.5% в 1кв2025, с менее чем 0.5% в 2022 г.

Прочие сегменты коммерческих кредитов – C&I и прочие коммерческие ссуды показали динамику снижения NPL в 1кв2025, общая сумма NPL по ним незначительна и составляет \$122.5 млн (0.4% от корпоративного портфеля).

Общий объем просроченной и проблемной задолженности NPL в кредитном портфеле показал положительную динамику за 1кв2025 и снизился на \$120.8 млн (-4% кв/кв), составив \$2.87 млрд. Доля NPL составила 3.3% от общего объема кредитного портфеля SHUSA (по сравнению с 3.4% на конец 4кв2024 и 2.7% на конец 1кв2024). Уровень чистых списаний в 1кв2025 нормализовался на уровне 2.5% средних ссуд в годовом выражении (против 2.6% на конец 4кв2024 и 2.9% на конец 1кв2024). В потребительском сегменте имеются некоторые признаки напряженности, хотя тенденции в этом сегменте стабилизировались к началу 2025 г., тогда как показатели по корпоративным кредитам остаются стабильными. Так, доля NPL и уровень чистых списаний демонстрировали рост с 2020 г: доля NPL выросла с 1.9% до 3.4% на конец 2024 г., но показала тенденцию к стабилизации в 1кв2025 на уровне 3.3%, доля чистых списаний выросла с 1.8% до 2.6% на конец 2024 г., стабилизировавшись на уровне 2.5% в 1кв2025. Однако созданные резервы, на наш взгляд, адекватно покрывают ожидаемые потери: общий созданный резерв ACL («Allowance for Credit Losses») на 31 марта 2025 г. составляет \$6.49 млрд или 7.4% кредитного портфеля, что превышает объем NPL (\$2.87 млрд) более чем в два раза (224.2%).

Несмотря на возросшие риски роста дефолтов по потребительским кредитам (в том числе автокредиты и Multifamily портфель) в 2025 г. в условиях ослабления платежеспособности заемщиков, резервы SHUSA, на наш взгляд, обеспечивают устойчивость к ухудшению экономической конъюнктуры, покрытие проблемных кредитов резервами высокое, обеспечивая существенный буфер на случай возможных потерь. Капитализация Группы также на достаточном уровне с хорошим буферным запасом (см. табл. на стр. 13). Кроме того, ввиду стратегической важности американской дочерней группы для Banco Santander, SHUSA, на наш взгляд, может рассчитывать на материнскую поддержку в случае развития негативного сценария.

Чистая прибыль остается стабильной за счет увеличения процентной маржи и снижения операционных расходов при сохраняющихся высоких расходах на кредитный риск

По итогам 1кв2025 г. Группа заработала \$366 млн, прибыль выросла на 6.6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Рентабельность капитала составила 6.1% (5.5% за 1кв2025). Поддержку прибыльности Группы оказали (i) рост процентной маржи (NIM) на 6 бп. Чистая процентная маржа (NIM) SHUSA в 1-м квартале 2025 г. составила 3.86% (3.80% в 1кв2024). Доходность по кредитам показала рост (например, доходность кредитов выросла на 0.52 пп г/г до 9.52% в среднем по сравнению с 9.00% в прошлом году, в первую очередь за счет потребительских кредитов (+64 бп)), однако доходность по ценным бумагам, репо и депозитам, которые составляют около трети процентных доходов Группы, показала существенное снижение на 2.37 пп до 6.57% против 8.94% в аналогичном периоде прошлого года. В итоге доходность всех приносящих процентный доход активов сократилась до 8.31% за 1кв2025 против 8.98% в 1 кв2024. Стоимость фондирования также снизилась (на 0.81 пп до 5.02% по сравнению с 5.83% в прошлом году), в результате чего NIM умеренно вырос. Чистый процентный доход за квартал составил \$1.46 млрд. (рост на 3% кв/кв и на 5.8% г/г). 70.9% кредитного портфеля составляют кредиты с фиксированной процентной ставкой. Непроцентные доходы в целом оставались стабильными. Также поддержку прибыльности Группы оказали (ii) снижение операционных расходов на 2.0% г/г. Снижение операционных расходов обусловлено продолжающимися мерами по повышению эффективности и трансформации бизнеса, что способствовало улучшению коэффициента эффективности (CIR). Отношение операционных расходов к доходам (CIR) составило 65.4% в 1кв2025 (против 67.3% в 1кв2024), данный показатель показывает тенденцию к снижению с 2023 г. Снижение операционных расходов частично компенсировало рост расходов на резервы (+7.1% г/г), квартальные отчисления в резервы под ожидаемые кредитные убытки составили \$421 млн в 1кв2025 (\$393 млн в 1кв2024, \$602 млн в 4кв2024) - это соответствует годовому коэффициенту стоимости риска 1.9% от среднего портфеля, рост на 0.20 пп г/г (1.7% в 1кв2024, 2.1% за 2024 г.), что выше, чем у традиционных банков, но отражает значительную долю субстандартных автокредитов в портфеле SHUSA. Так, расходы на резервы в процентном отношении к операционным доходам в 1кв2025 составили 18.0% (17.0% в 1кв2024, 20.9% за 2024 г.).

Структура пассивов сбалансирована между стабильными клиентскими депозитами и диверсифицированным рыночным долгом, а сильная капитализация служит буфером при негативном сценарии

На конец 1кв2025 объем клиентских депозитов составил \$78.8 млрд (из них 64% – застрахованные депозиты), что составляет основу для фондирования около 46% активов; Коэффициент отношения кредитов к депозитам (в %) составил 102.3% (против 109.9% на конец 1кв2024, и 104.2% на конец 4кв2024), данный показатель существенно снизился с 2019 г. (133.2%), отражая переход Группы к более стабильному фондированию за счет депозитов, а не рыночного заимствования. Депозитная база диверсифицирована: около 65% вкладов – розничные и малый бизнес, 17% – коммерческий сектор, 7% – счета Wealth management, остальное – прочие. Заемные средства на конец 1кв2025 составили \$66.6 млрд (39% активов), из них долгосрочный долг – \$45.0 млрд. Группа исторически активно использовала секьюритизацию для фондирования автокредитов с помощью выпуска ABS облигаций, которые на конец 1 кв2025 составили \$22.0 млрд. 1 апреля 2025 г. SHUSA объединила свою автокредитную «дочку» Santander Consumer USA Inc. (SC) с основной банковской структурой Santander Bank National Association (SBNA). Мы ожидаем, что это усилит долю стабильного фондирования автокредитов за счет депозитов и снизит зависимость от секьюритизаций. Также SHUSA привлекает средства через выпуски старших необеспеченных облигаций – \$15.0 млрд, займы под залог активов: это кредиты Федеральных банков жилья (FHLB, Federal Home Loan Banks) – \$3.2 млрд, кредитные линии под автопортфель – \$3.2 млрд, а также небольшие выпуски CLN (credit-linked notes) – \$1.1 млрд. Таким образом, структура пассивов сбалансирована между стабильными клиентскими депозитами и диверсифицированным рыночным долгом. Ликвидность насчитывала около \$50.1 млрд, которая состояла из денежных средств и эквивалентов в размере \$21.2 млрд и открытых кредитных линий в размере \$28.8 млрд.

Собственный капитал компании составляет \$17.7 млрд (10% активов). На 31 марта 2025 г. Группа соблюдала все обязательные нормативные коэффициенты, установленные регулятором: норматив достаточности базового капитала 1-го уровня (CET1) составил 12.48% при регуляторном минимуме 6.5%, норматив достаточности капитала 1-го уровня (Tier 1) составил 14.29% при регуляторном минимуме 8.0%, коэффициент достаточности регулятивного капитала — 16.42% при регуляторном минимуме 10.0%. Группа выплатила существенные дивиденды в 2022–2023 гг. на \$4.8 млрд

и \$3.1 млрд, в результате чего нормативы достаточности капитала снизились на 5.8 – 6.4 пп. Однако даже с учетом этого, у Группы имеется достаточный буфер капитализации.

Рейтинговые агентства о Santander Holdings USA, Inc.

Moody's

Рейтинг Baa2 (прогноз: «стабильный»). Moody's отмечает сильные и стабильные уровни капитала SHUSA и улучшение ликвидности, которые компенсируют рост проблемных кредитов и кредитных расходов. Рост проблемных кредитов обусловлен в основном просрочками subprime автокредитов и отдельными случаями в CRE, однако Moody's ожидает стабилизацию просрочек при сохранении высоких кредитных затрат. Переход к более надёжным заемщикам помог удержать кредитные расходы SHUSA по автокредитам ниже допандемийных уровней. Рейтинги учитывают высокую вероятность поддержки материнской компании Banco Santander S.A. (Испания). Прогнозы рейтинга SHUSA стабильные, что отражает ожидания Moody's, что сильные коэффициенты капитала и ликвидность SHUSA сохранятся в будущем, при этом качество активов стабилизируется, а затем постепенно улучшится по мере того, как заемщики будут получать выгоду от снижения процентных ставок.

Fitch

Рейтинг A- (прогноз: «стабильный»). Рейтинги остаются на один уровень ниже материнской Banco Santander (рейтинг A), что отражает ожидаемую поддержку и стратегическую важность SHUSA в группе. Fitch рассматривает автокредитование SHUSA, розничные депозиты и корпоративно-инвестиционный банкинг как стратегически важные для глобальной диверсифицированной деятельности Santander. США остаются ключевым регионом благодаря развитым рынкам капитала и значительному присутствию корпоративных клиентов. Среди рисков рейтинговое агентство отмечает высокую концентрацию в автокредитовании и историческую зависимость от партнерства со Stellantis, которое завершится в конце 2025 г. SHUSA демонстрирует тенденцию к диверсификации бизнеса. Качество активов остается стабильным несмотря на значительную долю subprime заемщиков в автокредитном портфеле. Маржа прибыли позволяет формировать устойчивый капитал. Fitch также отмечает надежную капитализацию, улучшение состава фондирования. Отношение валовых кредитов к депозитам улучшилось до 114% на конец 2024 г. (140% до пандемии). Fitch ожидает, что в будущем SHUSA сможет нарастить депозитную базу за счет новой

цифровой платформы Openbank, действующей также в Европе и Мексике.

S&P

Рейтинг BBB+ (прогноз: «стабильный»). Агентство отмечает сохраняющуюся высокую долю автокредитов subprime (около 60% портфеля), несмотря на ее сокращение с 85% в 2017 г. По мнению S&P, стратегическое решение SHUSA сократить долю более рискованных кредитов помогло улучшить кредитные метрики по сравнению с допандемийным периодом. Группой также приняты меры по контролю рисков и улучшению комплаенса (новых регуляторных претензий с 2020 г. не было). Учитывая, что около 50% кредитного портфеля SHUSA составляют потребительские кредиты, большинство из которых nonprime, уровень проблемных активов (NPA) и чистых списаний (NCO) продолжит превышать аналогичные показатели большинства региональных банков США. По мнению S&P, значительный размер резервов SHUSA на возможные кредитные потери (ACL), который составляет 7.3% клиентских кредитов, обеспечивает надежный буфер на случай ухудшения платежной дисциплины заемщиков. Агентство считает, что высокий уровень резервов поддержал результаты SHUSA в стресс-тесте ФРС в 2024 г., по итогам которого прогнозировалось снижение капитала на 2.3 пп и минимальный коэффициент CET1 на уровне 10.1% при крайне неблагоприятном сценарии. Эти результаты поместили SHUSA в верхнюю половину рейтинга банков, участвовавших в стресс-тесте (по показателю снижения капитала). Модель бизнеса характеризуется высокой концентрацией на автокредитовании, хотя недавние инвестиции в бизнес на рынках капитала и рост этих доходов способствовали увеличению диверсификации выручки. SHUSA полагалась на отношения с автопроизводителями для генерации новых кредитов и лизингов, например, соглашение с Stellantis и партнерство с Mitsubishi Motors North America Inc. Соглашение со Stellantis действует до 2025 г., его непродление может негативно отразиться на автокредитном бизнесе SHUSA. Коэффициент стабильного фондирования остается высоким и составляет 107%, что выгодно отличается от большинства других региональных банков США с фокусом на потребительском кредитовании. Кроме того, ликвидность на балансе является солидной. Прогноз стабильный и отражает стратегическую важность SHUSA для Santander при адекватной капитализации и устойчивой ликвидности (коэффициент стабильного фондирования – 107%, доля денежных средств – 11%, ликвидных активов – 26%).

Риски:

- ухудшение качества кредитного портфеля может привести к увеличению расходов на формирование резервов и потребовать докапитализации для поддержания нормативов капитала.
- крупнейший бизнес SHUSA – автокредитование, находится в процессе диверсификации от значимого партнерства со Stellantis, срок которого истекает в конце 2025 г. Если SHUSA не сможет успешно развить и поддерживать отношения с другими автомобильными дилерами, это может негативно сказаться на автокредитном бизнесе и прибыльности SHUSA.

Основные финансовые и операционные результаты

\$млн	2020	2021	2022	2023	2024	3М2024	3М2025
Чистые процентные доходы	6 359	6 190	6 174	5 875	5 578	1 378	1 458
Рост чистых процентных доходов (г/г)	(1.3%)	(2.7%)	(0.2%)	(4.8%)	(5.1%)	(8.8%)	5.8%
Чистые непроцентные доходы	3 950	4 452	3 729	3 465	3 605	938	878
Рост чистых непроцентных доходов (г/г)	5.9%	12.7%	(16.2%)	(7.1%)	4.0%	4.2%	(6.4%)
Операционный доход до резервов	10 309	10 642	9 904	9 340	9 182	2 315	2 336
Рост операционных доходов (г/г)	1.4%	3.2%	(6.9%)	(5.7%)	(1.7%)	(4.0%)	0.9%
Расходы на резервы под ожидаемые кредитные убытки	(2 868)	207	(2 014)	(2 211)	(1 920)	(393)	(421)
Рост расходов на резервы (г/г)	25.6%	(107.2%)	(1 071.6%)	9.8%	(13.2%)	(27.5%)	7.1%
Операционные расходы	(6 349)	(6 144)	(6 137)	(6 327)	(6 242)	(1 559)	(1 527)
Рост операционных расходов (г/г)	(0.2%)	(3.2%)	(0.1%)	3.1%	(1.3%)	1.0%	(2.0%)
Чистая прибыль	(840.4)	2 982.4	1 405.0	932.9	1 077	343.2	365.9
Рост чистой прибыли (г/г)	(211.6%)	454.9%	(52.9%)	(33.6%)	15.5%	15.6%	6.6%
Дивиденды и обратный выкуп акций	(125.0)	-	(4 750.0)	(3 090.8)	(1 302)	(44.4)	-
Рост дивидендов (г/г)	(68.8%)	(100.0%)	-	(34.9%)	(57.9%)	322.9%	(100.0%)

Основные финансовые коэффициенты

Рентабельность капитала ТТМ	-2.9%	15.8%	6.6%	5.3%	6.1%	5.5%	6.1%
Рентабельность активов ТТМ	-0.4%	2.3%	0.9%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%
Чистая процентная маржа% (NIM)	5.20%	4.91%	4.31%	3.99%	3.80%	3.80%	3.86%
Стоимость риска ТТМ (CoR)	3.0%	-0.2%	2.1%	2.3%	2.1%	1.7%	1.9%
Чистые списания, % кредитного портфеля	1.8%	0.8%	1.8%	2.3%	2.6%	2.9%	2.5%
Расходы на резервы, % от операционных доходов	27.8%	-1.9%	20.3%	23.7%	20.9%	17.0%	18.0%
Отношение операционных расходов к операционным доходам	79.6%	57.7%	62.0%	67.7%	68.3%	67.3%	65.4%
Чистая прибыль, % от операционных доходов	-8.2%	28.0%	14.2%	10.0%	11.7%	14.8%	15.7%

Основные показатели отчета о финансовом положении

Активы	149 433	159 821	168 194	164 973	165 249	165 766	172 200
Рост общих активов (г/г)	(0.0%)	7.0%	5.2%	(1.9%)	0.2%	(6.6%)	3.9%
Кредиты (нетто)	84 795	85 614	90 558	86 115	80 742	84 938	80 630
Рост кредитов (нетто) (г/г)	(4.8%)	1.0%	5.8%	(4.9%)	(6.2%)	(7.5%)	(5.1%)
Кредиты (гросс):	92 133	92 076	97 338	93 047	87 304	91 680	87 064
Рост кредитов (гросс) (г/г)	(0.6%)	(0.1%)	5.7%	(4.4%)	(6.2%)	(7.2%)	(5.0%)
Ценные бумаги	19 428	22 061	34 761	34 783	36 867	34 948	41 129
Рост ценных бумаг (г/г)	0.2%	13.6%	57.6%	0.1%	6.0%	(10.3%)	17.7%
Средства клиентов	74 870	81 126	78 640	76 727	77 510	77 257	78 821
Рост средств клиентов (г/г)	12.0%	8.4%	(3.1%)	(2.4%)	1.0%	(2.0%)	2.0%
Заемные средства	48 471	48 147	62 091	62 765	62 489	62 370	66 590
Рост заемных средств (г/г)	(7.5%)	(0.7%)	29.0%	1.1%	(0.4%)	(8.5%)	6.8%
Отношение чистых кредитов к депозитам%	113.3%	105.5%	115.2%	112.2%	104.2%	109.9%	102.3%
Обесцененные кредиты/кредитный портфель, % (NPL ratio)	1.9%	2.1%	2.4%	3.1%	3.4%	2.8%	3.3%
Покрытие резервами обесцененных кредитов% (ACL/NPL)	422.1%	340.5%	289.6%	240.3%	219.4%	267.4%	224.2%
Резервы под ожидаемые кредитные убытки/кредитный портфель, % (ACL, %)	8.0%	7.0%	7.0%	7.5%	7.5%	7.4%	7.4%
Собственный капитал	21 263	24 467	17 930	17 501	17 676	17 863	18 057

Основные показатели достаточности капитала

Капитал 1-го уровня (Tier 1)	20 048	23 175	17 101	16 435	15 839	н.д.	н.д.
Регулятивный капитал (Total Capital)	21 659	25 333	19 607	18 838	18 177	н.д.	н.д.
Базовый капитал 1-го уровня (Core Tier 1)	18 368	21 068	16 256	14 205	13 724	н.д.	н.д.
Коэффициент достаточности капитала 1-го уровня (мин. 8%)	17.4%	20.7%	13.9%	14.3%	14.7%	14.4%	14.3%
Норматив регулятивного капитала (мин. 10%)	18.8%	22.7%	15.9%	16.4%	16.8%	16.5%	16.4%
Коэффициент финансового рычага (мин. 5%)	13.8%	15.0%	10.2%	9.8%	9.3%	9.8%	9.2%

График погашения долга и запас ликвидности

	2025	2026	2027	2028	2029	2030+
Погашение долга, \$млн	28 681	8 181	3 831	1 711	3 541	19 595
Запас ликвидности на конец 1кв2025, \$млн	50 055					
Денежные средства и эквиваленты, \$млн	21 224					
Кредитные линии, \$млн	28 831					

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

АО «HalykFinance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «HalykFinance».

© 2025 г., все права защищены.

Департамент торговых идей**E-mail**

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж**E-mail**

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance