



# Возрождение

FLASH  
NOTE

**BUY**

**Upside: 23%**

**Target Price: \$74.9\***

## Пересмотр целевой цены

**Аналитик: Ольга Бельская**  
belenkayao@sovlink.ru

### Stock data

Ticker	VZRZ, VZRZP	M.Cap, \$ mn	1,408
Shares Ords	23,748,694	Free Float, %	40%
Shares Prefs	1,294,505	Free Float, \$ mn	564
Bid Ords, \$	59.11	Offer Ords, \$	59.53
Bid Prefs, \$	24.45	Offer Prefs, \$	25.51

### Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-9.5%	11.0%
Relative to RTSI	Ords	-7.9%	12.1%
Price range, \$			
High	Ords	65.1	71.8
Low	Ords	56.5	52.7

### Financials, 2007

Assets, \$ mn	4537.8	ROE	21
Book Value, \$ mn	484.3	P/E	18.9
Net income, \$ mn	74.5	P/BV	2.9

### Динамика акций Возрождения относительно индекса РТС



Источник: РТС, ММВБ

\* Target price на конец 2008 г.

• Мы пересмотрели нашу модель оценки банка «Возрождение» на основании изменившихся прогнозов роста банковского сектора, отчетности банка за 2007 г. (МСФО) и с учетом последних комментариев и прогнозов менеджмента.

• Наш новый прогноз предполагает замедление роста активов в 2008-2010 гг. до 25-30% с 53% в 2004-2007 гг. Это примерно на 5 п.п. ниже, чем мы прогнозировали ранее. Основная причина – замедление роста ресурсной базы вследствие продолжающегося кредитного кризиса на мировых рынках.

• В 4-м квартале рост кредитного портфеля практически прекратился, доля кредитов в активах снизилась с 76.6% на середину года до 70%. В дальнейшем мы также ожидаем замедления роста кредитного портфеля с 49% в 2007 г. до 27-32% в год.

• Прогноз процентной маржи на ближайшие годы пересмотрен в сторону повышения (по сравнению с предыдущим прогнозом), поскольку до сих пор банку удавалось компенсировать рост стоимости заимствований более активным повышением кредитных ставок. Таким образом, мы ожидаем, что более высокие значения процентной маржи отчасти компенсирует негативное влияние замедления роста кредитования на чистый процентный доход.

• Значительные успехи банка в контроле над расходами нашли свое отражение в пересмотре целевых показателей эффективности затрат (Cost/Income). Банк добился снижения этого показателя с 72-73% в 2006 г. до 62.7% в 2007 г. (среднесрочная цель была 60-62%). Теперь планы банка предусматривают среднесрочный уровень в 55-58%. Мы также понижаем прогноз роста расходов – в том числе и в связи с ожидаемым замедлением расширения бизнеса.

• Мы скорректировали ожидаемые среднегодовые темпы роста чистой прибыли на 2008-2010 гг. с 37% до 33%, прогнозная рентабельность капитала составит 20-23%. Вследствие более значительного, чем мы прогнозировали, роста чистой прибыли в 2007 г., прогнозы абсолютных значений чистой прибыли и собственного капитала увеличены.

• Несмотря на значительно более консервативные предположения модели, инвестиционная привлекательность акций банка остается весьма высокой. Бизнес-модель банка, основанная на фондировании преимущественно за счет клиентских средств, высокой доле стабильного комиссионного дохода, консервативной кредитной политике и максимальном использовании потенциала кросс-продаж представляется весьма успешной. Мы позитивно оцениваем уровень корпоративного управления и открытости банка, и надеемся на его дальнейшее совершенствование с приходом крупного портфельного инвестора - Brysam Global Partner. Банк имеет хороший запас прочности по ликвидности, достаточности капитала, структура фондирования и доходов устойчива к ухудшению ситуации на рынках капитала.

• Мы пересмотрели оценку справедливой стоимости обыкновенных акций «Возрождения» с **\$72.1 на конец 2008 г. до \$74.9**, рекомендация «**Покупать**».



Мы пересмотрели оценку справедливой стоимости акций банка «Возрождение» (октябрь 2007 г.) на основе изменившихся прогнозов роста банковского сектора, отчетности банка за 2007 г. (МСФО), встречи с аналитиками и conference call. Были пересмотрены прогнозы роста активов и ресурсной базы банка, процентных ставок, операционных расходов.

### 1. Пересмотр прогнозных темпов роста бизнеса.

С учетом изменений наших прогнозов роста российского банковского сектора, отчетности банка за 4-й кв. 2007 г. и оценок менеджмента **мы снизили прогноз роста активов в 2008-2010 гг. в среднем на 5 п.п.** – на 2008 г. с 39% до 34% (прогноз менеджмента – 35%), на 2009 г. – с 33% до 27%, на 2010 г. – с 28% до 23%. На более длительную перспективу прогнозные темпы роста изменились незначительно.

Более низкие ожидания по динамике активов обусловлены замедлением роста ресурсной базы вследствие существенного сокращения доступности заимствований на внешнем и внутреннем долговом рынке из-за продолжающегося мирового кредитного кризиса.

**Прогноз роста кредитного портфеля также пересмотрен в сторону снижения.** В 4-м кв. 2007 г. рост портфеля практически прекратился (+1.4%), поскольку, из-за ухудшения ситуации с ликвидностью в российском банковском секторе, банк был вынужден существенно увеличить «подушку ликвидности» (доля кредитов в активах сократилась с 76.6% на 1 июля 2007 г. до 70.1% на конец года). На 2008 г. менеджмент прогнозирует рост кредитования примерно на 30%, что означает дальнейшее вероятное сокращение доли кредитов в активах. Наш прогноз чуть более оптимистичен (32% - в 2008 г. и 27-31% - в 2009-2010 гг.).

**Табл. 1. Прогноз роста активов**

	2007	2008F	2009F	2010F
Активы, темпы роста, %	52%	34% (39%)	27% (33%)	23% (28%)
Кредиты (net), темпы роста, %	49%	32% (42%)	31% (35%)	27% (31%)
Кредиты / Активы	70.1%	69.1%	71.3%	73.3%

*() – предыдущий прогноз*

*Источник – данные компании, оценки ИК СОВЛИНК*

**Скорректированы и прогнозы роста привлеченных средств.** Менеджмент предполагает, что в 2008 г. депозиты корпоративных клиентов увеличатся на 19%, а депозиты физических лиц – на 20-25%. Наш прогноз несколько выше (29% по депозитам населения и 22% - по корпоративным депозитам). В целом, это достаточно консервативный прогноз, рост корпоративных депозитов может быть выше в случае более активной политики госинвестиций со стороны государства (руководство банка надеется на этот сценарий, но не закладывает его в прогноз).

**Табл. 2. Прогноз роста привлеченных средств**

	2007	2008F	2009F	2010F
Средства клиентов, темпы роста, %	35%	26% (43%)	25% (38%)	23% (29%)
Депозиты физических лиц, темпы роста, %	32%	29%	28%	26%
Депозиты предприятий и организаций, темпы роста, %	39%	22%	21%	19%

*() – предыдущий прогноз*

*Источник – данные компании, оценки ИК СОВЛИНК*



По нашим новым оценкам, в среднесрочной перспективе банк будет поддерживать долю клиентских средств в обязательствах на уровне примерно 75-80% (по итогам 2007 г. – 82%). При весьма скромных прогнозах роста депозитной базы на 2008 г., вероятно, банку потребуются дополнительные источники фондирования, чтобы профинансировать более значительный рост активов. Мы закладываем в модель оценки, что банку в 2008 г. все же удастся разместить на внутреннем рынке давно запланированный облигационный выпуск на 5 млрд руб. (или заменить его эквивалентным объемом за счет размещения других инструментов). Учтено увеличение синдицированного кредитования (март 2008 г.) на 59 млн долл. Также мы ожидаем, что банк может привлечь еще порядка \$100 млн в виде, например, субординированных депозитов.

**Таким образом, мы ожидаем, что в 2008-2010 гг. среднегодовой рост активов (CAGR) замедлится примерно до 28% с 54% в 2005-2007 гг., кредитов – с 52% до 30%. Предыдущие прогнозы – 33% и 36%, соответственно.**

## 2. Пересмотр процентных ставок.

Одновременно, мы заметно повысили прогнозы по процентной марже, исходя из текущей рыночной ситуации и динамики процентных ставок банка по привлеченным и размещенным средствам за последние месяцы.

В октябре-ноябре 2007 г. банк заметно повысил стоимость кредитов – по кредитам малому и среднему бизнесу – на 1.2 п.п., по потребительским кредитам – на 1.5 п.п. (в марте 2008 г. последовало небольшое снижение на 0.5 п.п.), по ипотеке – на 1.75-4.75 п.п. (также с коррекцией на 0.5 п.п. в марте). Между тем, рост ставок по депозитам в конце прошлого года был скромнее: по розничным депозитам – на 0.5-1 п.п., по корпоративным – на 0.75-1.25 п.п. Это позволило банку защитить и даже незначительно увеличить процентную маржу.

Что касается стоимости заимствований на долговом рынке, здесь действуют противоположные тенденции. Разумеется, доступность привлечения средств заметно сократилась для всех банков (размещение евробондов носит единичный характер, синдицированные кредиты достаются гораздо тяжелее, на внутреннем долговом рынке успешные размещения относятся, в основном, к госбанкам – остальные предпочитают дожидаться лучших времен). На внутреннем рынке доходность бумаг однозначно растет (для облигаций Возрождения – примерно на 1.5 п.п.: с примерно 8.15% в июне-июле 2007 г. до максимума в 10.37% - в начале марта 2008 г. и примерно 9.65% на текущий момент). Это связано как с ускорением инфляции, так и с вынужденной массовой переориентацией заемщиков с внешнего рынка на внутренний. Однако, хотя внешние заимствования и стали менее доступны, их стоимость для заемщиков в целом сокращается за счет снижения ставки Libor (с 5.4% летом 2007 г. до 2.6%), хотя премии к ней и растут. Между тем, «Возрождению» удалось в марте пролонгировать синдицированный кредит на прежних условиях (6M Libor+1.8%), а в ноябре 2007 г. привлечь кредит даже с более низким спредом (6M Libor+1.2%). Вследствие снижения Libor стоимость заимствований по синдицированному кредиту снизилась для банка с примерно 6% в ноябре до 4.2% - в марте.

Менеджмент банка ожидает, что в этом году удастся сохранить и, возможно, даже увеличить процентную маржу за счет опережающего роста стоимости размещения средств по отношению к затратам на фондирование. Наш прогноз более консервативен – мы ожидаем, что, с учетом уже произошедших на рынке изменений, в 2008 г. стоимость привлечения ресурсов повысится для банка примерно на 1 п.п. (процесс повышения ставок начался в прошлом году, однако эффект от этого будет проявляться постепенно). Рентабельность активов банка, по нашим расчетам, увеличилась в 4-м кв. 2007 г. примерно на 0.5 п.п. по сравнению с 3-м кв., а в 2008 г. мы ожидаем ее повышения еще примерно на 0.4%. Таким образом, мы ожидаем, что итоговое увеличение процентных ставок по размещению и привлечению средств будет примерно сбалансированным.

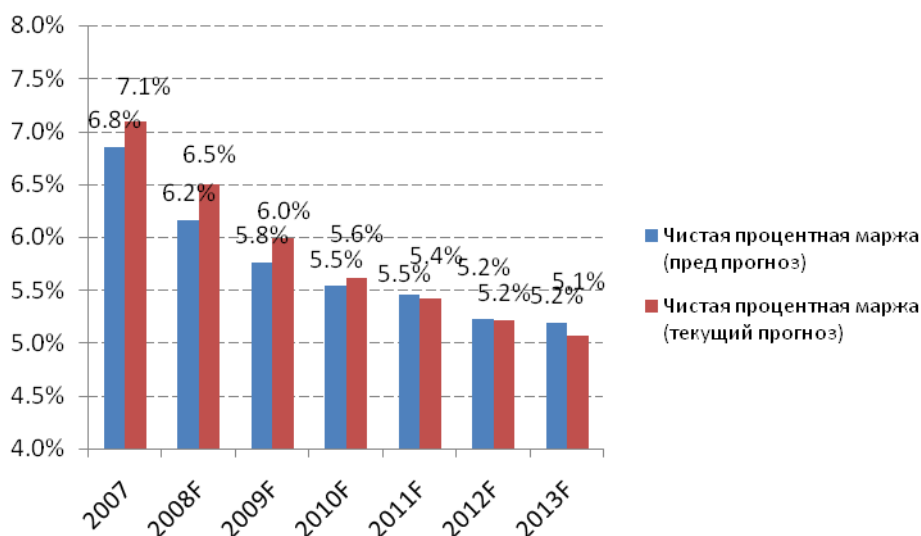
По мере ослабления кредитного кризиса мы ожидаем постепенного снижения стоимости заимствований – агрессивная политика ФРС по снижению учетной ставки и накачиванию ликвидности уже приводит к сокращению «безрисковых» рыночных ставок, а смягчение кризиса доверия должно со временем привести и к расширению доступности заимствований, и к снижению спредов. Однако, по нашим прогнозам, ставки все равно останутся выше докризисных в течение нескольких лет – с учетом раскручивания инфляции, ФРС, как



только позволит ситуация в экономике, может вернуться к активному повышению ставки, а с учетом общего сокращения аппетита инвесторов к рискам, спреда вряд ли вернутся к историческим минимумам. Ставки по кредитам, по нашим прогнозам, будут снижаться в будущем быстрее вследствие усиления рыночной конкуренции, в том числе с «дочками» иностранных банков.

### Пересмотр прогнозов по процентной марже – повышение на 2008-2010 гг.

**Рис. 1. Прогноз процентной маржи**



Источник – данные компании, оценки ИК СОВЛИНК

Таким образом, мы ожидаем, что повышение процентной маржи отчасти компенсирует более медленный рост кредитного портфеля

**Табл. 3. Прогноз чистого процентного дохода**

	2007	2008F	2009F	2010F
Чистый процентный доход, темпы роста, %	60%	28% (32%)	21% (27%)	19% (25%)

Источник – данные компании, оценки ИК СОВЛИНК

Этот прогноз весьма консервативен, вполне возможно, что рынок будет готов к более высоким кредитным ставкам на более длительный период (в значительной степени это будет определяться политикой рыночных лидеров) – тогда динамика процентной маржи будет более позитивной.

### 3. Пересмотр прогноза роста комиссионного дохода.

В предыдущие 4 года чистый комиссионный доход растет с темпом примерно 45% в год. Тем не менее, в дальнейшем мы ожидаем замедления его динамики с учетом более медленного роста бизнеса (по активам - с 50% до 25-30%). Однако комиссионный доход по-прежнему будет расти относительно высокими темпами вследствие продолжающегося увеличения сети продаж, расширения доступа населения и относительно небольших предприятий к банковским услугам (в т.ч. «зарплатные» проекты, оплата коммунальных услуг и т.д.).



**Табл. 3. Прогноз чистого комиссионного дохода**

	2007	2008F	2009F	2010F
Чистый комиссионный доход, темпы роста, %	46%	29% (39%)	25% (29%)	23% (21%)

Источник – данные компании, оценки ИК СОВЛИНК

По-прежнему, мы прогнозируем, что на чистый процентный доход (после резервов) будет приходиться около 57% операционного дохода, а на чистый комиссионный – 37-38%. Эта, весьма устойчивая, структура доходов является одним из сильных конкурентных преимуществ бизнеса банка «Возрождение».

**Табл. 4. Прогноз операционного дохода**

	2007	2008F	2009F	2010F
Операционный доход, темпы роста, %	54%	30% (35%)	23% (28%)	21% (25%)

О – предыдущий прогноз

Источник – данные компании, оценки ИК СОВЛИНК

#### 4. Пересмотр прогноза операционных расходов

Значительные успехи банка в контроле над расходами нашли свое отражение в пересмотре целевых показателей эффективности затрат (Cost/Income). Банк добился снижения этого показателя с 72-73% в 2006 г. до 62.7% в 2007 г. (среднесрочная цель была 60-62%). Теперь планы банка предусматривают среднесрочный уровень в 55-58%. Мы также понижаем прогноз роста расходов – в том числе и в связи с ожидаемым замедлением расширения бизнеса.

**Табл. 5. Прогноз операционных расходов**

	2007	2008F	2009F	2010F
Операционные расходы, темпы роста, %	35%	23% (30%)	20% (24%)	19%
Cost/Income	62.7%	60.5% (64%)	59.1% (62%)	58.3% (62%)

О – предыдущий прогноз

Источник – данные компании, оценки ИК СОВЛИНК

#### 5. Пересмотр прогноза чистой прибыли

Прогноз роста чистой прибыли также пересмотрен – на 2008 г. темпы роста ожидаются по-прежнему весьма высокими (около 46%), однако в дальнейшем динамика будет более сглаженной. Тем не менее, вследствие более медленного роста активов и собственного капитала, рентабельность (ROE) останется примерно на текущем уровне (целевой диапазон банка – 20-25%). Вследствие значительно более высокого, чем мы ожидали, значения чистой прибыли в 2007 г., прогнозные абсолютные значения чистой прибыли и собственного капитала пересмотрены в сторону повышения.



**Табл. 6. Прогноз чистой прибыли**

	2007	2008F	2009F	2010F
Чистая прибыль, темпы роста, %	138%	46% (47%)	28% (37%)	26% (29%)
ROE	21.9%	21.0% (19%)	21.8% (22.5%)	22.1% (25.3%)
Чистая прибыль, млн руб	1,904 (1,576)	2,784 (2,330)	3,560 (3,182)	4,478 (4,114)

*() – предыдущий прогноз*

*Источник – данные компании, оценки ИК СОВЛИНК*

## 6. Пересмотр прогноза собственного капитала

**Табл. 7. Прогноз чистой прибыли**

	2007	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
Собственный капитал, млн долл	484 (454)	607 (520)	720 (603)	853 (698)	1,030 (824)	1,235 (1,008)

*() – предыдущий прогноз*

*Источник – данные компании, оценки ИК СОВЛИНК*

### Оценка стоимости обыкновенных акций

Мы оцениваем справедливую стоимость банка на основе модели избыточного дохода (ЕВО). Для постпрогнозного периода мы снизили ожидаемую рентабельность собственного капитала (ROE) с 23% до 21%, что соответствует нашим уточненным прогнозам. Темп роста в постпрогножном периоде мы по-прежнему оцениваем на уровне 6% (что соответствует нашему общему прогнозу для банковского сектора), сохраняем и ставку дисконтирования (12.54%).

	2006	2007	2008п	2009п	2010п	2011п	2012п
Акционерный капитал, млн долл	209	484	607	720	853	1,030	1,235
Чистая прибыль	29	74	115	145	174	210	246
Стоимость собственного капитала				12.54%	12.54%	12.54%	12.54%
Добавленная стоимость (избыточный доход)				69	84	103	117
Периоды				1	2	3	4
Приведенная стоимость избыточного дохода				61	66	72	73

Доходность капитала будущих периодов	21.0%
Рост в будущие периоды	6.0%
Приведенная стоимость избыточного дохода в прогнозный период, \$ млн	272
Стоимость избыточного дохода постпрогнозного периода, \$ млн	1,598
Приведенная стоимость избыточного дохода в постпрогнозный период, \$ млн	996
Справедливая стоимость собств. капитала на конец 2008, \$ млн.	<b>1,876</b>
Количество обыкновенных акций, млн.	23.74

**SOVLINK**

YOUR FIRST CALL – FOR THE SECOND TIER

Апрель 04, 2008

Количество привилегированных акций, млн.	1.29
Общее количество акций, млн.	25.04
Справедливая стоимость 1 об. акции на конец 2008 г.	74.9

Итого, Справедливая цена 1 об. акции, на конец 2008 г. \$:	<b>74.9</b>
Рыночная стоимость 1 об. Акции (02.04.2008г.)	<b>60.7</b>
Потенциал роста, %	<b>23%</b>
Рекомендация	<b>«Покупать»</b>

**Оценка стоимости привилегированных акций**

В настоящее время дисконт цены привилегированных акций к цене обыкновенных составляет около 45% вследствие их существенно более низкой ликвидности. Хотя этот уровень дисконта существенно превышает среднерыночный (примерно 25%), мы не ожидаем его существенного сокращения в ближайшей перспективе, и исходя из этого предположения оцениваем справедливую стоимость привилегированных акций с дисконтом в 45%.

Справедливая стоимость 1 прив. акции на конец 2008 г., \$	<b>41.2</b>
Рыночная цена 1 прив. акции на 02.04.2008 г., \$	25.6
Потенциал роста, %	<b>61%</b>
Рекомендация	<b>Покупать</b>

**Таким образом, наша рекомендация и по обыкновенным и по привилегированным акциям банка «Возрождение» - «Покупать».**

**Табл. 8. Прогнозный отчет о прибылях и убытках, \$ млн**

	2004	2005	2006	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Процентный доход по кредитам	121	144	224	373	552	669	767	875	999
Процентный доход по ценным бумагам	2	3	7	8	24	32	37	40	43
Расходы на выплату процентов	-51	-72	-103	-163	-283	-348	-403	-456	-521
<b>Чистый процентный доход</b>	71	75	128	218	293	352	401	460	521
Резервы на покрытие убытков по кредитам	-16	-9	-14	-35	-39	-47	-50	-55	-61
<b>Чистый процентный доход после создания резервов</b>	55	66	114	183	255	305	350	405	460
Чистый комиссионный доход	34	51	76	118	160	198	233	267	304
<b>Операционный доход</b>	95	132	197	323	441	535	620	715	813
Операционные расходы, в т.ч. расходы на персонал	-78	-107	-156	-224	-290	-345	-391	-439	-489
<b>Прибыль до налогообложения</b>	18	25	40	99	151	191	229	276	324
Налог на прибыль	-2	-6	-10	-24	-36	-46	-55	-66	-78
<b>Чистая прибыль</b>	16	19	29	74	115	145	174	210	246
Дивидендные выплаты	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5
<b>Нераспределенная прибыль</b>	16	19	29	74	114	144	173	209	245

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка



**Табл. 9. Прогнозный баланс, \$ млн**

	2004	2005	2006	2007	2008II	2009II	2010II	2011II	2012II
Денежные средства и эквиваленты	143	294	232	539	684	680	707	783	846
Обязательные резервы	21	32	42	53	106	136	168	198	230
Ценные бумаги	19	81	198	334	479	582	637	710	725
Кредиты, предоставленные другим банкам	34	107	218	295	448	544	619	731	846
Кредиты и авансы клиентам	795	1,069	1,991	3,184	4,296	5,382	6,480	7,773	9,154
Основные средства	61	68	99	122	156	151	177	209	242
Прочие активы	31	54	9	12	51	79	55	34	46
<b>Итого активы</b>	<b>1,104</b>	<b>1,706</b>	<b>2,789</b>	<b>4,539</b>	<b>6,220</b>	<b>7,553</b>	<b>8,843</b>	<b>10,436</b>	<b>12,089</b>
Банковские кредиты и депозиты	12	4	16	197	281	342	400	470	543
Депозиты частных лиц	541	866	1,435	2,029	2,656	3,250	3,898	4,676	5,507
Депозиты юрлиц	339	528	869	1,296	1,617	1,871	2,119	2,419	2,732
Собственные долговые инструменты	79	143	155	289	504	704	815	959	1,096
Прочие заимствования									
Субординированные займы	25	42	94	117	241	294	344	376	434
Синдицированные кредиты	0	0	0	104	165	273	336	395	445
Прочие обязательства	10	9	3	9	148	99	79	110	97
<b>Итого обязательства</b>	<b>1,010</b>	<b>1,592</b>	<b>2,579</b>	<b>4,054</b>	<b>5,613</b>	<b>6,834</b>	<b>7,990</b>	<b>9,406</b>	<b>10,854</b>
<b>Итого акционерный капитал</b>	<b>94</b>	<b>114</b>	<b>209</b>	<b>484</b>	<b>607</b>	<b>720</b>	<b>853</b>	<b>1,030</b>	<b>1,235</b>

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка

**Табл. 10. Прогноз финансовых коэффициентов**

	2005	2006	2007	2008II	2009II	2010II	2011II	2012II
EPS	1.02	1.42	3.11	4.80	6.08	7.30	8.80	<b>10.34</b>
BVS	6.06	10.08	20.40	25.58	30.30	35.92	43.38	<b>52.00</b>
P/E	76.8	50.1	19.4	12.9	10.2	8.5	7.0	<b>6.0</b>
P/BV	13.0	7.1	3.0	2.4	2.1	1.7	1.4	<b>1.2</b>
ROE	18.5%	18.2%	21.9%	21.0%	21.8%	22.1%	22.2%	<b>21.7%</b>
ROA	1.4%	1.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.2%	<b>2.2%</b>
Комиссионный доход / операционный доход	38.2%	38.6%	36.4%	36.3%	37.0%	37.5%	37.4%	<b>37.4%</b>
Чистый процентный доход (с учетом потенциального обесценения активов) / операционный доход	49.8%	57.7%	56.7%	57.7%	57.0%	56.5%	56.6%	<b>56.6%</b>
Чистый процентный доход / операционный доход	56.4%	65.0%	67.4%	66.5%	65.8%	64.6%	64.4%	<b>64.1%</b>
Резервы / Кредиты	5.0%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	<b>3.5%</b>
Рентабельность доходных активов	13.9%	12.6%	12.4%	12.8%	11.9%	11.3%	10.8%	10.4%
Стоимость привлечения пассивов	-5.6%	-4.9%	-5.0%	-6.1%	-5.9%	-5.7%	-5.5%	-5.4%
Доходность кредитов	14.9%	14.2%	14.2%	14.2%	13.2%	12.3%	11.7%	11.3%
Стоимость депозитов	-5.3%	-4.7%	-4.6%	-5.4%	-5.1%	-4.9%	-4.7%	-4.6%
Чистый процентный спред	8.3%	7.7%	7.4%	6.7%	6.0%	5.5%	5.3%	5.0%
Чистая процентная маржа	7.1%	7.0%	7.1%	6.5%	6.0%	5.6%	5.4%	5.2%
Cost/Income	76.1%	73.8%	62.7%	60.5%	59.1%	58.3%	57.0%	56.0%

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка



## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	“Справедливая цена” на уровне или ниже текущего курса

**ООО СОВЛИНК**  
Тел.: +7 495 967 1300  
Факс: +7 495 967 1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,  
Москва 119019, Россия  
[www.sovlink.ru](http://www.sovlink.ru)  
[research@sovlink.ru](mailto:research@sovlink.ru)

©2008г., ООО “Совлинк”. Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация (“Информация”) не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО “Совлинк” или иных согласованных с ООО “Совлинк” лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО “Совлинк” по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких-либо действий по осуществлению инвестиций. ООО “Совлинк” не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО “Совлинк” могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО “Совлинк” не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО “Совлинк” не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО “Совлинк” будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.