



ВТБ

INVESTMENT ALERT

Финансовые итоги 9М08 МСФО – слабые результаты, предстоят сложные времена

Аналитик: Ольга Беленькая
belenkayao@sovlink.ru

Stock data

Ticker	VTBR	M.Cap, \$ mn	5,379
Shares Ords'mn	6,724,138	Free Float, %	22.5%
Shares Prefs	-	Free Float, \$ mn	1,210
Bid Ords, \$	-	Offer Ords, \$	0.0020
Bid Ords, RUR	0.0247	Offer Ords, RUR	0.0277

Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-18.4%	-69.4%
Relative to RTSI	Ords	0.9%	5.9%
Price range, \$			
High, RUR	Ords	0.034	0.087
Low, RUR	Ords	0.027	0.027

Financials, 9M2008

Assets, \$ mn	113,064	ROE	2.6%
Book Value, \$ mn	15,629	P/E	12.7
Net income, \$ mn	316	P/BV	0.3

Динамика акций ВТБ относительно индекса РТС



Источник: РТС, ММВБ

• 22 января 2009 г. группа ВТБ опубликовала неаудированную финансовую отчетность за 9М08 по МСФО. Главным сюрпризом стал значительный убыток в 3Q08 (\$363 млн), превысивший ожидания рынка, из-за чего чистая прибыль по итогам 9М08 (\$316 млн) более, чем вдвое отстала от консенсус-прогноза, опубликованного «Интерфаксом» (\$656 млн) и вдвое – от консенсус-прогноза аналитиков, опубликованного самой группой ВТБ. Результат на 70% ниже показателя 9М07. Рентабельность капитала рухнула до 2.6% против 12.8% за 9М07.

• Основной причиной столь слабых результатов стало резкое увеличение расходов на резервирование по кредитному портфелю. Банк ожидает дальнейшего увеличения доли проблемных кредитов, и готовится к этому, укрепляя резервы. За один лишь 3Q группа отчислила в провизии \$788 млн против \$592 млн за все 1П08. В результате, при стабильном росте чистого процентного дохода в 3Q, почти 2/3 его были «съедены» отчислениями в резервы; банк ждет дальнейшего снижения качества кредитного портфеля.

• Вторая причина убытка - потери по ценным бумагам (в 3Q -273 млн долл, за 9М08 – \$450 млн), без переклассификации ценных бумаг, разрешенной новой редакцией МСФО, убыток за 3 кв. составил бы \$510 млн.

• В остальном, показатели группы за 9М и 3Q близки к нашим ожиданиям. Чистый процентный доход увеличился на 15.9% к 2Q08, чистый комиссионный доход – на 4.2%. Таким образом, доход от основной деятельности показывает позитивную динамику. Чистая процентная маржа увеличивается – по нашим данным, за 9М08 она составила 4.9% против 4.6% за 9М07 (данные банка – 4.8% vs 4.4%). В 3Q08, по нашим оценкам, процентная маржа увеличилась до 5.0% против 4.6% во 2Q08 (данные банка 4.9% vs 4.5%).

• Основным источником фондирования в 3Q были средства корпоративных клиентов (+24.8% в 3Q, +52.3% - с начала года), включая господдержку в том числе в виде депозитов Мифина. Что же касается вкладов физических лиц, с начала года рост составил 15.5%, в 3Q в долларовом выражении зафиксировано небольшое снижение объема вкладов (объясняемое началом периода ослабления рубля).

• Поддержка государства выходит сейчас на первый план – ВТБ привлек субординированный кредит ВЭБ в 4Q08 на 200 млрд руб. по ставке 8% годовых сроком до 2019 г. Тем не менее, планируя агрессивный рост кредитования и в наступившем году, банк обсуждает с правительством возможности дальнейшего увеличения капитала в 2009 г., возможны варианты новых субординированных кредитов и/или допэмиссии. Агентство Bloomberg со ссылкой на отчет одного из крупных западных инвестбанков предположило, что ВТБ может выпустить привилегированные акции на \$5 млрд. Руководство пока не готово обсуждать детали, однако в текущих условиях допэмиссия, на наш взгляд, может рассматриваться как дополнительный риск размывания стоимости для миноритарных акционеров.

• Итак, финансовые результаты выглядят очень слабо, они объясняются резким ухудшением экономических условий и высокими темпами роста кредитного портфеля. Тем не менее, за счет значительной господдержки банк в перспективе нескольких лет имеет шансы существенно увеличить долю рынка и улучшить структуру доходов. Но ближайшие кварталы будут сложными из-за ожидаемого ухудшения качества кредитов, что негативно скажется на уровне операционных доходов и прибыли.



22 января 2009 г. группа ВТБ опубликовала неаудированную финансовую отчетность за 9М08 по МСФО. Главным сюрпризом стал значительный убыток в 3Q08 (\$363 млн), превысивший ожидания рынка, из-за чего чистая прибыль по итогам 9М08 (\$316 млн) более, чем вдвое отстала от консенсус-прогноза, опубликованного «Интерфаксом» (\$656 млн) и вдвое – от консенсус-прогноза аналитиков, опубликованного самой группой ВТБ. Результат на 70% ниже показателя 9М07. Рентабельность капитала рухнула до 2.6% против 12.8% за 9М07.

Основной причиной столь слабых результатов стало резкое увеличение расходов на резервирование по кредитному портфелю. За 9М08 кредитный портфель группы увеличился на 40.7%, что опережает динамику рынка. При этом доля просроченных и реструктурированных кредитов растет – с 1.4% кредитного портфеля в 1Q08 до 2.1% - на 01.10.2008. Учитывая резкое ухудшение экономической ситуации и задачи, возлагаемые на крупнейшие госбанки правительством по кредитованию реального сектора экономики, банк ожидает дальнейшего увеличения доли проблемных кредитов, и готовится к этому, укрепляя резервы. Уже во 2-м кв. мы отмечали увеличение отчислений в резервы вдвое по сравнению с 1Q. Теперь же, за один лишь 3Q группа отчислила в провизии \$788 млн против \$592 млн за все 1П08. В результате, при стабильном росте чистого процентного дохода в 3Q, почти 2/3 его были «съедены» отчислениями в резервы. Сейчас накопленные резервы составляют 3.2% от кредитного портфеля по сравнению с 2.5% на начало года, а отношение текущих отчислений к средней стоимости кредитного портфеля возросло с 1.3% до 2.5%. Накопленные резервы на отчетную дату почти в 1.5 раза превышают объем проблемных кредитов (NPL).

Однако, очевидно, это не предел – в 3Q группа наращивала кредитный портфель не слишком агрессивно (+8.8%), рост составил \$6.8 млрд, а вот с сентября по декабрь 2008 г., согласно презентации, группа выдала новых кредитов на \$27 млрд. В пресс-релизе отмечается, что в результате ухудшения прогноза развития российской экономики в 2009 г. и ожидаемого роста безработицы, ВТБ ожидает дальнейшего снижения качества корпоративного и розничного кредитного портфеля. Вероятно, это потребует новых расходов на создание резервов и организационных мер – банк создает Долговой центр для урегулирования проблемной задолженности.

Вторая причина убытка - потери по ценным бумагам (в 3Q -273 млн долл, за 9М08 – \$450 млн), и это с учетом переклассификации ценных бумаг, разрешенной новой редакцией МСФО. Реклассификация по долговым ценным бумагам позволила ВТБ сократить потенциальный убыток по ценным бумагам на 97 млн долл. Кроме того, по акциям, в соответствии с новыми возможностями, предоставляемыми МСФО, банк реклассифицировал часть портфеля из mark-to-market в mark-to-model, что позволило сократить убыток еще на \$120 млн. Без переклассификации убыток ВТБ составил бы в 3Q \$510 млн. Банк с начала года на 44% сократил портфель ценных бумаг (с \$12,8 млрд до \$7,2 млрд). Это должно несколько снизить чрезвычайно высокую зависимость доходов группы от ситуации на фондовом рынке.

В результате больших расходов на провизии и потерь по ценным бумагам операционный доход в 3Q упал в 1.9 раз к 3Q07 и в 4 раза - к 2Q08. Операционные расходы остались на уровне прошлого квартала, что и стало причиной значительного квартального убытка.

В остальном, показатели группы за 9М и 3Q близки к нашим ожиданиям. Чистый процентный доход увеличился на 15.9% к 2Q08, чистый комиссионный доход – на 4.2%. Таким образом, доход от основной деятельности показывает позитивную динамику. Чистая процентная маржа увеличивается – по нашим данным, за 9М08 она составила 4.9% против 4.6% за 9М07 (данные банка – 4.8% vs 4.4%). В 3Q08, по нашим оценкам, процентная маржа увеличилась до 5.0% против 4.6% во 2Q08 (данные банка 4.9% vs 4.5%). Целевой среднесрочный уровень маржи, по словам руководства, 4.5%.

Уровень операционных расходов в 3Q стабилизировался по сравнению с 2Q, хотя показатели эффективности (Cost/Income) ухудшились из-за резкого снижения доходов. Заслуживает внимания, что банк с ноября объявил меры по снижению расходов (перенос сроков переезда в новое здание, мораторий на прием новых сотрудников в Группу, сокращение персонала ВТБ24).



Балансовые показатели Группы оказались весьма близки к нашим ожиданиям. В целом за 9М08 Группа увеличила кредитный портфель на 40.2%, опережая общую динамику по банковскому сектору (27.6% в долларовом выражении). Доля кредитов клиентам в активах увеличилась с 63.2% на начало года до 72.3%, что приводит к повышению доходности активов. Однако, динамика кредитования в течение 3-х кварталов была затухающей – 15.7% в 1Q, 11.8% - 2Q, 8.8% - 3Q.

Со значительным опережением по отношению к рынку ВТБ увеличивал розничное кредитование (+77.6% к началу года, в 3Q рост замедлился вдвое). В результате доля розницы в кредитном портфеле увеличилась с 13% на начало года до 16.2%, а рыночная доля Группы в этом сегменте возросла с 5.9% до 8.2%.

Основным источником фондирования в 3Q были средства клиентов (+17.9%, с начала года +41.7%), фактически – корпоративные счета (+24.8% в 3Q, +52.3% - с начала года). Первый и третий квартал были особенно «урожайными» на приток корпоративных средств, однако они включают значительные средства господдержки, в т.ч. депозиты Минфина, которые в 4-м кв. стали замещаться средствами ЦБ. Что же касается вкладов физических лиц, с начала года рост составил 15.5%, в 3Q в долларовом выражении зафиксировано небольшое снижение объема вкладов (объясняемое началом периода ослабления рубля).

Поддержка государства выходит сейчас на первый план – ВТБ привлек субординированный кредит ВЭБ в 4Q08 на 200 млрд руб. по ставке 8% годовых сроком до 2019 г. Это позволило дополнительно увеличить уровень достаточности капитала, который на 30.09.2008 составлял 14%. Тем не менее, планируя агрессивный рост кредитования и в наступившем году, банк обсуждает с правительством возможности дальнейшего увеличения капитала в 2009 г., возможны варианты новых субординированных кредитов и/или допэмиссии. Агентство Bloomberg со ссылкой на отчет одного из крупных западных инвестбанков предположило, что ВТБ может выпустить привилегированные акции на \$5 млрд. На наш взгляд, это могло бы стать одним из возможных решений проблемы, но регулятивные ограничения (привилегированные акции в России не могут превышать 25% всего уставного капитала) могут означать, что этот способ привлечения может оказаться недостаточным для удовлетворения потребностей банка в капитале (менеджмент оценивает их примерно в ту же сумму 200 млрд руб, которую составил субординированный кредит). Руководство пока не готово обсуждать детали, однако в текущих условиях допэмиссия, на наш взгляд, может рассматриваться как дополнительный риск размывания стоимости для миноритарных акционеров.

Итак, финансовые результаты выглядят очень слабо, они объясняются резким ухудшением экономических условий и высокими темпами роста кредитного портфеля. Тем не менее, за счет значительной господдержки, позволяющей ВТБ стать одним из ключевых кредиторов российской экономики, банк в перспективе нескольких лет имеет шансы существенно увеличить долю рынка и улучшить структуру доходов. Но ближайшие кварталы будут сложными из-за ожидаемого ухудшения качества кредитов, что негативно скажется на уровне операционных доходов и прибыли. Представители банка признают, что предстоят тяжелые времена с точки зрения сокращения ликвидности и роста стоимости заимствований, снижения спроса на банковские услуги, накопления кредитных рисков в корпоративном и розничном секторе, усиливаемого негативным влиянием девальвации рубля на платежеспособность заемщиков. Еще одним риском является снижение уровня достаточности капитала к активам вследствие девальвации рублевой составляющей собственного капитала.

Основные надежды связаны как с внешними факторами (поддержка государства, лояльность ключевых клиентов), так и с внутренними (оптимизация линейки продуктов, повышение маржи в розничном бизнесе, сдерживание роста расходов).



Табл. 1. Финансовые результаты, \$ млн.

	2008M9	наш прогноз	консенсус	отклонение от нашего прогноза	отклонение от консенсуса	2007M9	2008M9/2007M9, %	2008Q3	2007Q3	2008Q3/2007Q3, %
Процентные доходы	6,879	6,881	6,736	0.0%	2.1%	3,643	88.8%	2,563	1,408	82.0%
Процентные расходы	(3,524)	(3,560)	(3,499)	-1.0%	0.7%	(1,911)	84.4%	(1,341)	(680)	97.2%
Чистый процентный доход	3,355	3,321	3,238	1.0%	3.6%	1,732	93.7%	1,222	728	67.9%
Чистый процентный доход после создания резерва на потери по ссудам	1,975	2,529		-21.9%		1,377	43.4%	434	513	-15.4%
Чистый комиссионный доход	484	456	493	6.1%	-1.8%	414	16.9%	173	147	17.7%
Операционный доход	2,606	2,963	2,990	-12.0%	-12.8%	2,570	1.4%	368	1,093	-66.3%
Операционные расходы	(1,996)	(2,025)	(2,021)	-1.4%	-1.2%	(1,289)	54.8%	(715)	(480)	49.0%
Прибыль до налогообложения	610	938	886	-35.0%	-31.2%	1,314	-53.6%	(347)	655	-153.0%
Чистая прибыль	316	713	629	-55.7%	-49.8%	1,051	-69.9%	(363)	547	-166.4%

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка

Табл. 2. Основные балансовые показатели, \$ млн.

	На 30.09.2008 (факт)	Наш прогноз	Консенсус	отклонение от нашего прогноза	отклонение от консенсуса	На 31.12.2007	Изменение с начала года, %	Изменение 1Q08, %	Изменение 2Q08, %	Изменение 3Q08, %
Активы	113,064	112,441	100,813	0.6%	7.9%	92,609	22.1%	7.2%	9.5%	4.0%
Кредиты клиентам (gross)	84,459	84,051	81,196	0.5%	-4.4%	60,021	40.7%	15.7%	11.8%	8.8%
Доля кредитов в активах, %	72.3%	72.7%	78.7%	-0.6%	-11.8%	63.2%	14.4%			
Кредиты розничным клиентам	13,643	14,074	13,523	-3.1%	-10.0%	7,682	77.6%	26.2%	25.6%	12.1%
Доля в кредитном портфеле, %	16.2%	16.7%	16.7%	-3.5%	-5.8%	12.8%	26.2%			
Средства клиентов	52,575	51,737	48,171	1.6%	-7.4%	37,098	41.7%	17.5%	2.3%	17.9%
депозиты физлиц	12,334	12,306	13,115	0.2%	-5.7%	10,683	15.5%	8.1%	7.1%	-0.3%
депозиты юрлиц	40,241	39,431	35,443	2.1%	-9.0%	26,415	52.3%	21.3%	0.6%	24.8%

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка

Табл. 3. Показатели рентабельности, %

	2008M9	2007M9	2008Q1	2008Q2	2008Q3
Рентабельность доходных активов	10.1%	9.6%	10.1%	9.7%	10.5%
Стоимость привлечения пассивов	-5.5%	-5.1%	-5.3%	-5.5%	-5.8%
Чистый процентный спред	4.6%	4.5%	4.8%	4.2%	4.6%
Чистая процентная маржа	4.9%	4.6%	5.2%	4.6%	5.0%
Чистые процентные доходы после резервов / Чистые операционные доходы	75.8%	53.6%	116.9%	44.3%	117.9%
Чистые комиссионные доходы / чистые операционные доходы	18.6%	13.9%	19.2%	11.2%	47.0%
ROE	2.6%	12.8%	2.9%	13.0%	-8.9%
ROA	0.4%	2.3%	0.5%	2.1%	-1.3%
Cost / Income	50.1%	44.1%	59.4%	38.1%	61.9%

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка



Табл. 4. ВТБ и рынок – динамика за 9М08 (в долларовом выражении)

Рост к началу года, %	Банковский сектор в целом	ВТБ
Активы	18.0%	22.1%
Собственный капитал	14.6%	-5.3%
Кредиты клиентам	27.6%	40.7%
Кредиты физ. лицам	31.5%	77.6%
Депозиты и вклады физ лиц	11.0%	15.5%
Депозиты и вклады корпоративных клиентов	28.5%	52.3%

Источник: Данные компании, расчеты Совлинка



Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	«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
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.