

**Авторы отчета:**

 Бельская Ольга, аналитик по финансовому сектору,  
belenkayao@sovlink.ru

# ВТБ, пересмотр целевой цены

**ДЕРЖАТЬ**
**Целевая цена: US\$ 6.68 (GDR)**
**Потенциал роста: -8%**
**Stock data**

Ticker	VTBR	M.Cap, \$ mn	38024
Shares Ords'mn	10460541	Free Float, %	14.5
Shares Pref'mn	-	Free Float, \$ mn	5513
Bid Ords, \$	7.13	Offer Ords, \$	7.31

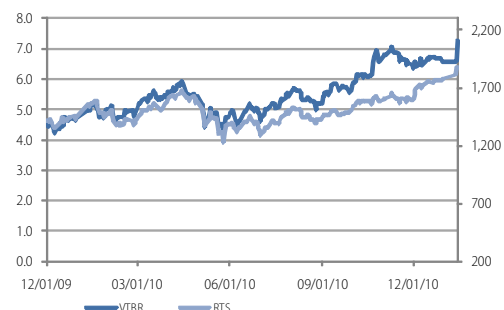
**Market performance**

		1 month	6 months
Absolute	Ords	10.1%	39.4%
Relative to RTSI	Ords	1.9%	6.2%
Price range, \$			
High	Ords	7.27	7.27
Low	Ords	6.56	4.96

**Financials, 2010E**

Assets, \$ mn	126 770	P/E	20.4
Book value, \$ mn	18 128	P/BV	2.1
Net income, \$ mn	1 860	ROE	10.7%

Динамика стоимости акций



Источник: РТС

**VTBR**

- Мы скорректировали прогнозные показатели и оценку справедливой стоимости GDR ВТБ на основе финансовых результатов за 9М10, итогов встречи менеджмента с аналитиками и с учетом удлинения горизонта прогнозирования и пересмотра макропрогнозов.

- Прогнозы чистой прибыли на 2010-12 гг. изменены незначительно - прогноз на 2010 г. повышен на 10% (до 56 млрд руб), прогноз на 2011 г. снижен на 6% до 78 млрд руб., прогноз на 2012 г. снижен на 1% до 99 млрд руб. В 2013 г. мы ожидаем прибыль группы на уровне 118 млрд руб., а рентабельность капитала – 15.7%.

- Наибольший интерес представляет влияние ожидаемых М&А на стратегические перспективы и финансовые результаты группы ВТБ. Мы не учитываем в базовой обновленной модели сделки М&А, но приводим оценку потенциального влияния консолидации ТКБ и Банка Москвы на показатели группы ВТБ и на справедливую цену акций. По нашим оценкам, консолидация этих банков позволила бы ВТБ: заметно усилить позиции по отношению к крупнейшему конкуренту – Сбербанку, повысить долю рынка в различных сегментах российского банковского сектора в среднем на 3-5%, добиться осуществления амбициозных целей Стратегии развития до 2013 г. по основным количественным показателям, увеличить показатели эффективности использования капитала.

- Планы правительства приватизировать до 35% акций ВТБ, в том числе продать 10%-ный пакет акций стратегическому инвестору в 2011 г. по-прежнему оказывают поддержку рыночной стоимости акций.

- Мы повышаем оценку 12-месячной справедливой стоимости GDR ВТБ с **\$5.56 до \$6.68**, сохраняем рекомендацию «Держать». В частности, это связано с пролонгированием горизонта прогнозирования и с повышением оценки рентабельности капитала в постпрогнозный период с 16% до 18%. Эта оценка не учитывает потенциальный эффект от М&А, который может стать дополнительным драйвером роста стоимости акций. Так, по нашим предварительным оценкам, если бы результаты ТКБ были консолидированы группой ВТБ на конец 2010 г., расчетная справедливая стоимость GDR ВТБ повысилась бы с \$6.7 до \$7.1, а с учетом консолидации еще и Банка Москвы (при условии если цена за контрольный пакет составит порядка 100 млрд руб.) индикативная справедливая стоимость GDR ВТБ могла бы достичь \$8.5 (что предполагает 17%-ный потенциал роста к текущей рыночной цене). Тем не менее, на данный момент эти оценки могут рассматриваться исключительно как индикативные, но способствующие повышению инвестиционной привлекательности акций ВТБ в случае, если М&А состоится на ожидаемых рыночных условиях.

## Планы M&A

31 декабря 2010 г. ВТБ заявил о консолидации 43.2% акций ТКБ, приобретенных у миноритарных акционеров банка в соответствии с решением Наблюдательного совета от 4 октября о поэтапном приобретении 100% акций Транскредитбанка. Руководство банка планировало приобрести контрольный пакет акций ТКБ до конца 2010 г. однако для этого необходимо приобретение 10% акций банка, принадлежащих РЖД (по информации СМИ, сделка сейчас проходит согласование в Минэкономразвития). Цена приобретения, исходя из одобренного Наблюдательным советом ВТБ коэффициента не более 2.2 к стоимости капитала 1-го уровня ТКБ, может составить 50-55 млрд руб за весь банк. Таким образом, контрольный пакет ТКБ, по всей видимости, будет приобретен группой ВТБ уже в 1Q11. Однако руководство банка по-прежнему планирует консолидировать показатели ТКБ в отчетности по МСФО по итогам 4Q10.

Мы не учитываем в базовой обновленной модели сделки M&A, но приводим оценку потенциального влияния консолидации ТКБ и Банка Москвы на показатели группы ВТБ и справедливую цену акций

Мы не стали учитывать в обновленной финансовой модели ВТБ влияние M&A. Однако в целом мы считаем, что приобретение ТКБ позитивно отразится на результатах ВТБ, позволив ему приблизиться к достижению стратегических целей, запланированных на период до 2013 г. ("road to 15"), а приобретение контрольного пакета Банка Москвы сделает эти цели достижимыми.

Риски состоят в возможном оттоке части клиентов приобретаемых банков после перехода контроля к ВТБ. В то же время в случае с ТКБ, однако до конца 2012 г. основной акционер банка – РЖД – будет сохранять значительный пакет акций в ТКБ (44%), что должно обеспечить стабильность бизнеса в течение переходного периода. Что касается Банка Москвы, там риски оттока корпоративных клиентов в случае смены контролирующего собственника выше. Однако новое руководство города говорит о намерении сохранить стратегическое партнерство с банком, а СМИ со ссылкой на источники в органах управления Банка Москвы сообщают о высокой вероятности договоренности о том, что город и подконтрольные ему предприятия останутся на обслуживании в банке и в случае смены акционера.

Далее мы постараемся оценить потенциальное влияние консолидации ТКБ и Банка Москвы на прогнозные показатели ВТБ. Однако эти оценки не влияют на нашу окончательную оценку справедливой стоимости акций ВТБ, рассчитанную без учета приобретений.

В течение 3-х лет ВТБ планирует приобрести до 100% акций ТКБ, после чего осуществить процедуру присоединения банка.

Вероятность осуществления планов ВТБ по приобретению контрольного пакета Банка Москвы (пока высказываемые лишь как интерес) неуклонно растет – администрация города положительно отзывалась о возможной продаже своей доли и, хотя говорит о наличии и других претендентов, представляется, что наиболее вероятным покупателем станет все же ВТБ. В то же время неопределенность осуществления этой сделки пока существенно выше, чем приобретение ТКБ, по которому уже достигнуто соглашение об основных параметрах сделки и ценовом диапазоне.

По информации СМИ («Ведомости», 13.01.2011), обсуждаемая цена контрольного пакета БМ составляет 90-100 млрд руб., что сопоставимо с рыночной оценкой капитализации банка. Официальных решений со стороны ВТБ и акционеров Банка Москвы пока не принято, нет информации о том, удастся ли ВТБ получить контрольный пакет акций

В случае приобретения ТКБ и БМ, группа ВТБ усилит свои позиции по отношению к крупнейшему конкуренту – Сбербанку и увеличит долю рынка в различных сегментах российского банковского сектора в среднем на 3-5%.

БМ (как известно, доля города составляет лишь 46%, а руководство ВТБ утверждает, что его интересует только контроль). Также остается неопределенность в отношении приобретения 100% акций БМ в среднесрочной перспективе (мы учитываем этот сценарий в наших оценках). Отсутствует официальная информация и о возможной цене приобретения, тем более, если продажа доли города пройдет в форме тендера с участием дополнительных претендентов. В то же время цена в 100 млрд руб за контрольный пакет близка к ожиданиям рынка, и мы используем ее в своих оценках.

В **Табл. 1** приводится оценка изменения рыночной доли группы ВТБ в случае объединения с ТКБ и БМ, а также сопоставляются относительные показатели трех банков (по данным отчетности банков по МСФО за 9М10, млрд руб)

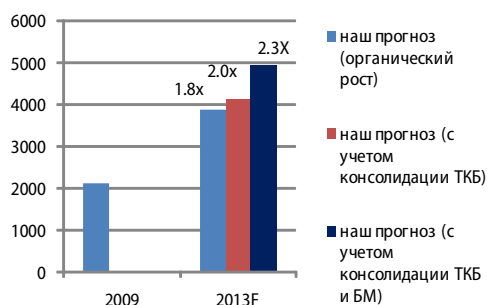
## Изменения в модели

Органический рост группы ВТБ, по нашим оценкам, позволит увеличить в 2013 г. кредитный портфель лишь в 1.9 раза к уровню 2009 г. В то же время консолидация ТКБ и, возможно, БМ, позволит выполнить стратегические цели и увеличить портфель в 2.4 раза.

Мы продлили горизонт прогнозирования финансовой модели банка до 2013 г. и скорректировали макропрогнозы и прогнозы показателей финансового сектора в соответствии с предположениями, изложенными в обзоре («Сбербанк, пересмотр целевой цены» от 23.12.2010 г.) и последними фактическими показателями валютных курсов и инфляции по итогам 2010 г.

### 1. Кредитный портфель

Рис.1 Корпоративное кредитование (стратегия ВТБ - 2013 – рост в 2 раза к уровню 2009 г.), млрд руб

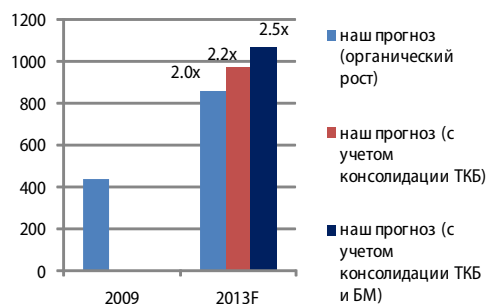


Прогнозы роста кредитного портфеля незначительно изменились – по итогам 2010 г. мы ожидаем рост портфеля (gross) на 14% (предыдущий прогноз 15%), а в 2011-13 гг. – на 15-20% в год. При этом в 2011 г. мы прогнозируем рост корпоративного сегмента на 15%, а розничного – на 20%, что соответствует планам менеджмента. В последующие 2 года, по нашим прогнозам, рост кредитного портфеля несколько ускорится, причем опережающий рост розничного кредитования сохранится.

Пролонгирование горизонта планирования до 2013 г. позволяет сравнить наши прогнозы роста кредитования и стратегические цели самого банка (Рис. 1, Рис. 2).

На наш взгляд, цели банка по росту кредитования слишком агрессивны для органического роста, однако приобретение ТКБ кредитный портфель которого по итогам 9М10 (МСФО) составлял 7.8% кредитного портфеля группы ВТБ, при этом доля высокодоходной розницы составляет 28% кредитного портфеля (при 16% у ВТБ) позволит группе приблизиться к достижению стратегических планов.

Рис. 2 Розничное кредитование (стратегия ВТБ -2013 – рост в 2.5-3 раза к уровню 2009 г.), млрд руб



Стратегия ВТБ предусматривает рост кредитного портфеля к концу 2013 г. примерно в 2 раза (в корпоративном сегменте - в 2 раза, в розничном – в 2.5-3 раза).

По нашим прогнозам, органический рост позволит группе ВТБ увеличить кредитный портфель с 2009 по 2013 г. в 1.9 раза (в корпоративном сегменте в 1.8 раз, в розничном – в 2 раза). В то же время консолидация ТКБ, по нашим оценкам, позволит группе ВТБ увеличить кредитный портфель в 2 раза (корпоративный сегмент – в 2 раза, розничный – в 2.2 раза). В случае, если будет консолидирован еще и Банк Москвы, стратегические цели ВТБ будут выполнены полностью – рост кредитного портфеля в 2.4 раза, в том числе корпоративного сегмента – в 2.3 раза, а розничного – в 2.5 раза.

Структура розничного кредитного сегмента в 2010 г. претерпела

изменения – так, доля ипотеки за 9М10 снизилась с 42% до 40%, зато доля высокомаржинальных потребкредитов и кредитных карт увеличилась с 42% до 48%. По итогам года рост этого сегмента ожидается выше 30%. Это позволило улучшить показатели доходности кредитного портфеля.

В 2011-13 гг. мы прогнозируем увеличение темпов роста ипотечного кредитования (по словам главы банка ВТБ 24 М. Задорнова, выдача новых кредитов ожидается на уровне 70 млрд руб в год, чистый объем выдачи ипотечных кредитов (с учетом амортизации и погашения) составит примерно 50-55 млрд руб. Что касается сегмента потребкредитов и кредитных карт, их рост ожидается на уровне 20%+ в год. (все цифры относятся к прогнозу органического роста)

## 2. Прогноз клиентских средств и заимствований

С учетом заметного роста средств клиентов за 9М10 по МСФО (17.2% с начала года), мы повышаем прогноз на 2010 г. с 16% до 20%. Прежде всего, это связано с активным ростом депозитов физических лиц (26% за 9М10), годовой прогноз роста повышен с 27% до 32%.

В 2011-13 гг. мы ожидаем значительного замедления прироста частных депозитов, поскольку отрицательные реальные процентные ставки должны способствовать изменению потребительского поведения (сокращение нормы сбережений). В то же время у ВТБ есть возможность расти, опережая рынок, в результате расширения розничной сети (в 2010 г. ВТБ 24 увеличит число точек продаж с 476 до 524, а план 2013 г. предполагает увеличение их числа до 630-715 точек продаж, т.е. в среднем на 8.4% в год).

По нашим прогнозам, рост клиентских средств в 2011-13 гг. составит в среднем 15%, на клиентские средства будет приходиться более 50% всех обязательств банка, что соответствует планам повышения устойчивости структуры фондирования.

В то же время, как и в прогнозах кредитного портфеля, целевые значения стратегических показателей группы ВТБ представляются нам слишком агрессивными для органического роста, но вполне выполнимыми в случае консолидации ТКБ и Банка Москвы (Рис. 3 и Рис. 4).

Успешные размещения долговых инструментов банка за последние 8 месяцев также учтены в нашей модели. Мы позитивно оцениваем диверсификацию заимствований по рынкам и валютам. Наши прогнозы предполагают, что долговой рынок в ближайшие годы останется благоприятным для квазисуверенных заемщиков и что рыночные условия позволят ВТБ привлекать порядка \$5 млрд в год для рефинансирования прежних заимствований и для развития.

## 3. Прогноз чистой процентной маржи

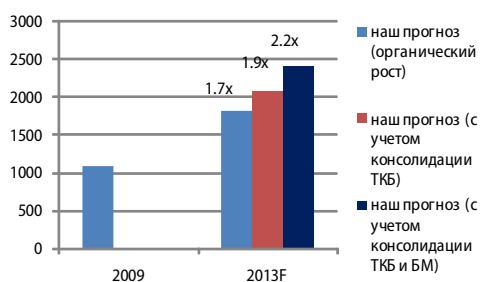
По итогам 9М10 (IFRS) ВТБ показывает чистую процентную маржу (NIM) выше 5%, хотя в 3Q10 показатель заметно снизился (-0.4 п.п.). Относительно высокий для ВТБ уровень NIM удалось поддерживать за счет увеличения доли розничных высокомаржинальных продуктов (потребкредиты, кредитные карты) и удешевления фондирования.

Хотя по итогам 2010 г. мы ожидаем, что банку удастся сохранить чистую процентную маржу не ниже 5%, мы видим риски ее снижения в 2011 г. Это связано с исчерпанием потенциала дальнейшего удешевления стоимости фондирования и сохраняющимся конкурентным давлением со стороны кредитных ставок для корпоративных клиентов. Более того,

Рис. 3 Депозиты физических лиц (стратегия ВТБ -2013 – рост в 2.5-3 раза к уровню 2009 г.), млрд руб



Рис. 4 Средства предприятий и организаций (стратегия ВТБ -2013 – рост в 2-2.5 раза к уровню 2009 г.), млрд руб



ожидаемый разворот наверх рыночных процентных ставок для ВТБ (в отличие от Сбербанка) является скорее негативным фактором, поскольку вследствие высокой доли оптовых заимствований, обязательства переоцениваются у него быстрее, чем активы.

Глава розничного банка группы ВТБ (ВТБ 24) М. Задорнов в ходе встречи с аналитиками инвестбанков высказал прогноз, что, в отличие от успешного 2010 г., когда NIM ВТБ 24 увеличилась с 7.5% до 7.8%, в 2011 г. чистая процентная маржа будет снижаться. Между тем, розничный блок является у ВТБ наиболее успешным с точки зрения прибыльности и процентной маржи и как раз в рамках его бизнес-модели (рост рыночных процентных ставок отражается на стоимости клиентских депозитов относительно медленно) можно было бы ожидать, скорее, умеренно-позитивного или нейтрального прогноза. Это заявление контрастирует с более оптимистичными прогнозами других банков с высокой долей средств физических лиц в пассивах, надеющихся на стабильность NIM в течение большей части 2011 г. и ее умеренное повышение к концу года.

В то же время поддерживающим фактором для чистой процентной маржи может стать изменение структуры активов (повышение доли кредитов с опережающим ростом наиболее доходного розничного кредитования). Мы ожидаем повышения доли кредитов в активах группы с 64% в 2009 г. до 73-74% в 2013 г.

В случае органического роста мы ожидаем сокращения чистой процентной маржи ВТБ в 2011-13 гг. до уровня 4.7-4.9%.

Присоединение ТКБ, по нашим оценкам, повысит значение показателя к верхней границе диапазона, а консолидация БМ позволит в 2012-13 гг. вывести NIM на уровень выше 5%

На 2011-13 гг. мы прогнозируем умеренное снижение маржи до 4.7-4.9%.

На наш взгляд, консолидация ТКБ в среднесрочной перспективе окажет умеренно позитивное влияние на чистую процентную маржу группы ВТБ. Основные факторы:

- структура фондирования ТКБ – низкая зависимость от рынков капитала (на облигации приходится менее 14% обязательств), преобладание в структуре обязательств низкозатратных средств корпоративных клиентов (59%), стабильная поддержка со стороны розничных депозитов (17% обязательств)
- высокая доля высокодоходных розничных кредитов в кредитном портфеле ТКБ (28%), почти 75% которых предоставлено сотрудникам РЖД.

В то же время с учетом сопоставления масштабов бизнеса ВТБ и ТКБ (соотношение объемов кредитных портфелей gross составляет 13:1) влияние консолидации на процентную маржу ожидается умеренным. К тому же в настоящий момент исторически высокий уровень маржи ТКБ в результате жесткой рыночной конкуренции значительно снизился (с 6.8% в 3Q09 до 5.3% в 3Q10) и лишь немного превышает аналогичный показатель для ВТБ.

По нашим оценкам, возможная консолидация БМ окажет дополнительное позитивное влияние на чистую процентную маржу ВТБ, поддержав ее в 2012-13 гг. на уровне 5% и выше. Прежде всего, это может быть достигнуто за счет повышения эффективности структуры актива в (более агрессивного роста доли кредитов, чем при органическом развитии).

#### **4. Прогноз провизий**

Учитывая стабилизацию доли неработающих кредитов (NPL) в 3Q10 на уровне 9.5%, мы снижаем прогноз годовых отчислений в резервы на потери по ссудам с 64 до 52 млрд руб (с 2.3% до 1.9% кредитного портфеля).

Банк ожидает пика NPL на уровне около 10% , уровень покрытия NPL провизиями планируется около 100%. Мы ожидаем на конец года провизии на уровне 9.9% и NPL на уровне 9.6-9.8% от кредитного портфеля.

В ближайшие 3 года банк планирует расформировать примерно 20% накопленных провизий. Тем не менее, учитывая риски медленного восстановления российской экономики, мы сохраняем более консервативный сценарий, прогнозируя credit costs на уровне 1.1% в 2011 г., 0.8% в 2012 г. и 0.7% - в 2013 г. Если же условия в экономике и бизнес-среде позволят банку списывать «старые» провизии активнее, чем будут формироваться новые, это окажет дополнительное положительное влияние на финансовые результаты.

Мы ожидаем постепенного сокращения отчислений в провизии в 2011-13 гг. ТКБ и БМ, согласно отчетности, имеют лучшие показатели качества кредитных портфелей и провизий, чем ВТБ, что должно позитивно отразиться на показателях группы в случае объединения

Консолидация ТКБ, на наш взгляд, позитивно отразилась бы на кредитном качестве активов группы ВТБ. Так, показатель NPL ТКБ по итогам 9М10 составил всего лишь 3.7%, а уровень провизий – 6.0% (уровень покрытия 164%). Для группы ВТБ показатели составили, соответственно 9.5% (NPL) и 9.6% (провизии).

Столь высокое качество кредитного портфеля ТКБ объясняется в значительной мере эксклюзивной структурой его бизнеса – по итогам 9М10 примерно 35% корпоративных кредитов было предоставлено госкомпаниям, в том числе РЖД и связанным с ней компаниям. Как уже указывалось выше, 74% розничных кредитов ТКБ предоставлено сотрудникам РЖД.

Что касается кредитного портфеля Банка Москвы, согласно данным отчетности за 9М10 по МСФО, уровень NPL составлял 4.1% и был перекрыт провизиями более чем вдвое. Кроме того, соотношение стоимости обеспечения к размеру кредитного портфеля превышает 160%. Хотя существует риск, что фактическое качество кредитного портфеля банка может оказаться хуже, чем это следует из отчетности, в частности по строительным и девелоперским проектам, запас прочности в виде сформированных провизий и залогового обеспечения представляется достаточно высоким.

Таким образом, консолидация кредитных портфелей банков с лучшими показателями NPL и покрытия NPL провизиями, чем у ВТБ, должна привести к улучшению качества кредитного портфеля ВТБ.

## 5. Прогноз комиссионных доходов

Изменение бизнес-модели банка в соответствии со среднесрочной стратегией предполагает существенное повышение вклада в генерацию комиссионных доходов со стороны розничного и инвестбанковского блоков. По итогам 9М10 чистый комиссионный доход увеличился на 21% у-о-у, при этом в корпоративном сегменте снижение составило 5% у-о-у, в ритейле рост составил 45% у-о-у, а наиболее впечатляющую динамику показал инвестбанковский блок (+77% у-о-у).

Стратегия банка до 2013 г. предполагает существенное повышение доли комиссионного дохода в общей структуре чистого операционного дохода (с 13% до 20%), что должно быть обеспечено значительными изменениями в структуре бизнеса.

Так, в 2010 г. сформирован корпоративно-инвестиционным блоке, обслуживающий крупнейших клиентов. От классического кредитования банк переходит к разработке интегрированных решений для клиентов, включающих активное использование инвестбанковских инструментов. Поставлена задача войти в тройку крупнейших российских

инвестбанков. Это должно стать основой значительного увеличения комиссионных доходов.

В розничном блоке основой роста комиссионных доходов должно стать дальнейшее расширение сети ВТБ 24 (с 476 точек продаж в 2009 г. до 630-715 к концу 2013 г., т.е. на 40%). При этом в 2010 г. открыто более 50 новых точек продаж (+11%). Одновременно ставится задача повышения эффективности сети на 50%, роста клиентской базы в 3 раза, увеличения доли дистанционных каналов в обслуживании клиентов.

В качестве основных драйверов роста комиссионных доходов в розничном бизнесе М. Задорнов называет операции с банковскими картами, все кредитные продукты, рост доходов от операций обслуживания малого бизнеса.

Мы прогнозируем в 2010 г. рост чистого комиссионного дохода на 20%, в 2011-13 гг. на 20%+, что совпадает с предыдущими оценками.

Консолидация ТКБ, очевидно, ускорит рост комиссионных доходов группы – ВТБ приобретет широкую сеть офисов (на 01.10.2010 287 офисов в 190 городах России, более 2000 банкоматов) и значительную клиентскую базу с большим потенциалом кросс-продаж (зарплатные проекты РЖД и связанных структур, других предприятий, обслуживающихся в ТКБ). Объединение сетей отделений и банкоматов ВТБ и ТКБ (по банкоматам объединение ожидается уже в феврале-марте) позволит получить синергетический эффект и выйти на запланированные показатели в более короткой перспективе.

Так, если бы сеть отделений ТКБ была консолидирована в структуру ВТБ на конец 2010 г., то количество отделений объединенной группы составило бы 814, превысив максимальную планку, установленную в стратегии на 2013 г. (715). Объединение сети банкоматов позволило бы увеличить их количество с примерно 5200 на конец 2010 г. до 7700. Даже с учетом возможного регионального пересечения сетей (которое М. Задорнов считает минимальным), а также затрат на интеграцию и повышение эффективности розничной сети ТКБ до уровня ВТБ 24 (соотношение составляет примерно 1:3), объединение позволит ВТБ быстрее увеличить рыночную долю и объем комиссионных доходов, что особенно ценно на растущем рынке.

По нашим оценкам, органический рост позволит ВТБ увеличить чистый комиссионный доход в 2013 г. в 2 раза по отношению к уровню 2009 г., в то время как за счет консолидации комиссионный доход может вырасти в 2.3 раза. А в случае консолидации еще и Банка Москвы с разветвленной сетью отделений и банкоматов (136 отделений в наиболее обеспеченном Московском регионе), зарплатными проектами городских и федеральных клиентов, участием в проекте «Социальная карта москвича» рост комиссионных доходов, по нашим оценкам, может составить 2.7 раза к уровню 2009 г. (среднегодовой рост 29%).

## 6. Прогноз операционных расходов

Рост операционных расходов за 9М10 составил 22% у-о-у, что частично объясняется инвестициями в расширение розничной сети. Мы ожидаем сопоставимый темп роста расходов по итогам всего года (предыдущий прогноз 18%).

Темпы роста операционных расходов в 2011-13 гг. ожидаются в среднем на уровне 15% в год. Из новых факторов увеличения расходов можно отметить повышение ставки ЕСН с 2011 г. (М. Задорнов оценивает его на уровне 1 млрд руб только для розничного сегмента группы), расширение сети, разработку и внедрение новой системы

Основными генераторами роста комиссионного дохода ВТБ будут розничный и инвестбанковский блоки. Консолидация ТКБ и БМ, как ожидается, даст заметный синергетический эффект (расширение клиентской базы, объединение сети отделений и банкоматных сетей, кросс-продажи)

Операционные расходы на интеграцию бизнес-процессов и IT систем приобретаемых банков могут в ближайшие 2-3 года несколько ухудшить показатели эффективности, однако Cost/Income, по нашим оценкам, не превысит 50%

технологической платформы.

По нашим оценкам, показатель Cost/Income в 2010-13 гг. будет находиться в диапазоне 40-45%, что соответствует целевым установкам банка.

Приобретение контрольных пакетов в ТКБ и, возможно, Банке Москвы повлечет дополнительные затраты на интеграцию бизнеса. В то же время с учетом относительно небольшого объема бизнеса ТКБ по отношению к ВТБ влияние расходов на интеграцию будет не слишком заметным (даже если затраты достигнут 25% от суммы сделки (около 50 млрд руб за весь банк) и будут распределены на 3 года, дополнительные расходы для ВТБ составят в среднем 4 млрд руб в год или около 4.5% ожидаемых расходов группы по итогам 2010 г.).

В случае консолидации Банка Москвы, влияние расходов на интеграцию в ближайшие 3 года будет более заметным. По нашим оценкам, это может привести к повышению показателя Cost/Income до 45-50%.

### Чистая прибыль

Таким образом, мы пересмотрели прогнозы чистой прибыли банка на 2010-2012 гг. и продлили горизонт прогнозирования на 2013 г. Прогноз прибыли 2010 г. повышен на 10% (с 51 млрд руб до 56 млрд руб). Напомним, прогноз менеджмента на 2010 г. – 50-60 млрд руб чистой прибыли.

Прогноз прибыли 2011 г. снижен на 6% (до 78 млрд руб), прогноз менеджмента – около 80 млрд руб. Прогноз 2012 г. снижен на 1% (до 99 млрд руб), а в 2013 г. мы ожидаем чистую прибыль на уровне 118 млрд руб. Снижение прогнозов прибыли в 2011-12 гг. объясняется увеличением прогнозов операционных расходов.

Прогноз чистой прибыли на 2010 г. повышен на 10% (до 56 млрд руб), прогноз на 2011 г. снижен на 6% до 78 млрд руб., прогноз на 2012 г. снижен на 1% до 99 млрд руб.

	Предыдущий прогноз, млрд руб	Новый прогноз, млрд руб	Изменение, %
2010F	51	56	10%
2011F	83	78	-6%
2012F	100	99	-1%
2013F		118	

Таким образом, ожидаемая рентабельность капитала ВТБ в 2010 г. составит 10.7%, в 2011 г. – 13.4%, в 2012 г. – 14.9% и в 2013 г. – 15.7%.

По нашим оценкам, консолидация ТКБ позволит ВТБ увеличить чистую прибыль в среднем на 5-10% в год. В случае консолидации еще и БМ, среднегодовой рост чистой прибыли в 2011-13 гг. может составить 25%. Рентабельность капитала в 2012-13 гг. ожидается на уровне 16% в сценарии M&A и 15-15.7% - при органическом росте

По нашим оценкам, консолидация ТКБ может увеличить чистую прибыль группы ВТБ в среднем на 5-10% в год. В случае консолидации еще и БМ, позитивное влияние на чистую прибыль ожидается более ощутимым (рост в среднем на 25%).

### Дивидендная политика

В начале декабря в ходе презентации финансовых результатов группы ВТБ за 9М10 (МСФО), финансовый директор Г. Моос сообщил, что руководство банка намерено предложить Наблюдательному совету изменения в дивидендной политике с тем, чтобы дивидендные выплаты стали более прозрачными для инвесторов. В частности, предполагается привязать их не к чистой прибыли головного банка ВТБ по РСБУ (как сейчас), а к консолидированной прибыли группы по МСФО и предложить дивидендные выплаты в размере 10-20% от этого показателя в течение следующих 3 лет. Дивиденды за 2010 г. могут быть

выплачены по новым правилам.

Мы учли предполагаемые изменения в новой модели, заложив уровень дивидендных выплат в размере 15% от ожидаемой чистой прибыли группы по МСФО в 2010-13 гг.

### Оценка стоимости акций

Мы повышаем оценку постпрогнозной рентабельности капитала с 16% до 18%

Мы оцениваем справедливую стоимость акций ВТБ на основе модифицированной модели Гордона (целевого P/BV) ( $P/BV = (ROE - g) / (r - g)$ ). При этом мы прогнозируем, что в постпрогнозном периоде темп роста (g) составит 6%, а ставка дисконтирования - 13%. В то же время мы незначительно повышаем прогноз рентабельности капитала в постпрогнозном периоде (ROE) - с 16% до 18%, учитывая определенный прогресс банка в достижении стратегических целей (в случае консолидации ТКБ и БМ он произойдет быстрее).

	2007	2008	2009	2010п	2011п	2012п	2013п
Акционерный капитал, \$млн	16,501	13,347	16,696	18,128	19,644	22,603	25,911
Чистая прибыль, \$ млн	1,514	212	-1,881	1,863	2,531	3,150	3,798
Стоимость капитала, %						13%	13%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2013 равным 1.7. Подставив прогнозное значение BV-2013=\$25 911 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2013 г. P-2013=\$44 419 млн.

Доходность капитала будущих периодов	18%
Рост в будущие периоды	6,0%
Целевой P/BV-2013	1.7
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2013), \$ млн.	44,419
Ставка дисконтирования	13%
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2011 г., \$ млн	34,948

Обыкновенные акции, млн.	10,460,541
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2011, \$	0.0033
Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$	0.0033
Справедливая цена 1 GDR (2000 акций) через 12М, \$	6.68

Итого, Справедливая цена 1 GDR через 12М, \$:	6.68
Рыночная стоимость 1 GDR (14.01.2011 г.)	7.27
Потенциал роста, %	-8%
Рекомендация	«Держать»

Таким образом, **мы повышаем оценку справедливой стоимости GDR ВТБ с \$5.56 до \$6.68** и сохраняем рекомендацию «Держать».

Мы повышаем оценку справедливой стоимости GDR ВТБ с \$5.56 до \$6.68, рекомендация «Держать». Эта оценка не учитывает потенциальный эффект от M&A, который может стать дополнительным драйвером роста стоимости акций

По прогнозируемому мультипликатору P/BV 2012 г. (1.7) ВТБ оценивается на уровне Сбербанка. В то же время по мультипликатору P/E 2012 ВТБ оценивается с 64%-ной премией к Сбербанку (12.0 против 7.3). В то же время консолидация ТКБ и, особенно, Банка Москвы могут стать дополнительными драйверами роста стоимости ВТБ, пока не учтенными в нашей модели. Так, по нашим предварительным оценкам, если бы результаты ТКБ были консолидированы группой ВТБ на конец 2010 г., расчетная справедливая стоимость GDR ВТБ повысилась бы с \$6.7 до \$7.1, а с учетом консолидации еще и Банка Москвы (при условии если цена за контрольный пакет составит порядка 100 млрд руб.) индикативная справедливая стоимость GDR ВТБ могла бы достичь \$8.5 (что предполагает 17%-ный потенциал роста к текущей рыночной цене). Тем не менее, на данный момент эти оценки (особенно возможные результаты консолидации Банка Москвы, решение о продаже контрольного пакета которого еще не принято, а условия сделки неизвестны) могут рассматриваться исключительно как индикативные, но способствующие повышению инвестиционной привлекательности акций ВТБ в случае, если M&A состоится на ожидаемых рыночных условиях.

**Табл. 1 Оценка возможного изменения рыночной доли ВТБ в случае объединения с ТКБ и БМ (по итогам 9М10 IFRS, млрд руб)**

	ВТБ	ТКБ	БМ	Всего (ВТБ+ТКБ +БМ)	Сбербанк	РФ	Рыночная доля ВТБ без объедине ния	Рыночная доля ВТБ в случае объедине ния
Активы	3753	344	958	<b>5055</b>	8029	31722	11.8%	15.9%
Кредиты gross	2797	220	669	<b>3686</b>	5862	17501	16.0%	21.1%
Кредиты розн	457	62	68	<b>587</b>	1260	3872	11.8%	15.1%
Кредиты корп	2340	158	601	<b>3099</b>	4602	13629	17.2%	22.7%
Депозиты физ лиц	600	54	188	<b>842</b>	4353	8879	6.8%	9.5%
Средства предприятий	1239	187	357	<b>1782</b>	1811	10314	12.0%	17.3%
Число отделений в России (для ВТБ - отделения ВТБ 24)	507	287	380	<b>1174</b>	19100			
в том числе в Москве	49	9	136	<b>194</b>	758			
число банкоматов в России, тыс	4.6	2.3	1.3	<b>8.2</b>	22.9			
число банкоматов в Москве	452	177	500	<b>1129</b>	1759			

Источник – данные компаний, РБК-рейтинг, оценки ИК Совлинк

**Табл. 2 Относительные показатели ВТБ, ТКБ и БМ (по итогам 9М10 IFRS)**

	ВТБ	ТКБ	БМ
ROE	9.9%	30.9%	11.6%
NIM	5.2%	5.3%	4.8%
Cost/Income	42.8%	47.0%	28.7%
NPL	9.5%	3.7%	4.1%
Provisions/NPL	101%	164%	211%

Источник – данные компаний, оценки ИК Совлинк

**Прогнозный баланс, млрд руб**

	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
Денежные средства и краткосрочные активы	127	416	260	212	262	301	352
Обязательные резервы	20	8	24	29	35	45	59
Средства в банках	239	308	346	270	306	301	323
Кредиты и авансы клиентам	1,437	2,556	2,310	2,614	3,042	3,618	4,343
Ценные бумаги	332	260	401	425	437	452	470
Инвестиции в ассоциированные компании	4	4	14	15	15	16	16
Основные средства	49	61	66	91	97	100	105
Инвестиционная недвижимость	4	4	80	114	122	136	147
Нематериальные активы	12	11	12	18	19	21	23
Прочие активы	50	69	99	75	31	32	36
<b>Итого активы</b>	<b>2,274</b>	<b>3,697</b>	<b>3,611</b>	<b>3,864</b>	<b>4,366</b>	<b>5,021</b>	<b>5,874</b>
Средства банков	363	389	287	397	487	604	761
Средства клиентов	911	1,102	1,569	1,885	2,149	2,473	2,873
Прочие заемные средства	127	849	471	160	154	176	223
Выпущенные долговые ценные бумаги	405	560	486	570	606	719	809
Субординированная задолженность	29	226	195	186	186	186	186
Прочие обязательства	34	180	98	112	164	158	219
<b>Итого обязательства</b>	<b>1,868</b>	<b>3,305</b>	<b>3,106</b>	<b>3,311</b>	<b>3,747</b>	<b>4,318</b>	<b>5,071</b>
<b>Собственные средства</b>	<b>398</b>	<b>389</b>	<b>505</b>	<b>553</b>	<b>619</b>	<b>703</b>	<b>803</b>

**Прогнозный отчет о прибылях и убытках, млрд руб**

	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
Процентные доходы	138	229	374	333	354	412	483
Процентные расходы	-72	-138	-224	-162	-172	-200	-238
Чистый процентный доход	65	113	152	171	182	212	245
Расходы на создание резервов под обесценение кредитного портфеля	-13	-62	-155	-52	-36	-30	-29
Чистый процентный доход после создания резервов	52	52	-3	119	146	182	216
Доходы за вычетом расходов по операциям с ценными бумагами	6	10	-20	10	12	12	12
Комиссионные доходы	16	19	26	29	35	42	50
Комиссионные расходы	-2	-3	-5	-5	-6	-7	-8
Чистый комиссионный доход	14	16	21	24	29	35	42
Доходы за вычетом расходов от переоценки валютных статей и операций с валютой	17	3	14	9	11	11	11
Прочие операционные доходы	6	6	4	4	8	8	8
Чистые непроцентные доходы	44	35	14	47	60	66	73
Операционный доход	95	87	12	166	206	248	289
Расходы на содержание персонала и административные расходы	-50	-67	-76	-93	-108	-124	-142
Прибыль до налогообложения	47	18	-68	71	98	123	147
Налог на прибыль	-8	-13	9	-14	-20	-25	-29
Чистая прибыль	39	5	-60	56	78	99	118

**Прогнозные финансовые коэффициенты**

	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
Доходность работающих активов	8.8%	9.8%	11.5%	9.7%	9.2%	9.3%	9.4%
Стоимость фондирования	-5.7%	-6.1%	-7.3%	-5.2%	-5.1%	-5.2%	-5.3%
Чистый процентный спред	3.2%	3.7%	4.2%	4.5%	4.1%	4.2%	4.2%
Чистая процентная маржа	3.5%	4.9%	4.7%	5.0%	4.7%	4.8%	4.8%
ROE	9.6%	1.4%	-13.3%	10.7%	13.4%	14.9%	15.7%
ROA	1.4%	0.2%	-1.6%	1.5%	1.9%	2.1%	2.2%
Cost/Income	48.4%	45.2%	45.9%	42.7%	44.7%	44.7%	44.5%
P/E	12.3	88.2	n/a	20.4	15.0	12.0	10.0
P/BV	1.1	1.4	1.7	2.1	1.9	1.7	1.5

## 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.