

Авторы отчета:

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

Банк «Возрождение» итоги 3Q11 (IFRS)

ДЕРЖАТЬ
Целевая цена: US\$ 32
Потенциал роста: 48%
Stock data

Ticker	VZRZ	M.Cap \$ mn	526
Shares Ords	23748694	Free Float, %	40
Shares Pref	1294505	Free Float, \$ mn	210
Bid Ords, \$	21.0	Offer Ords, \$	23.1

Market performance

		1 month	6 months
Abso ute	Ord	-2.3%	-41.9%
Relative to RTSI	Ords	-0.1%	-20.0%
Price range, \$			
High	Ords	26.9	37.3
Low	Ords	21.6	21.3

Financials, 2011E

Assets, \$ mn	5802	P/E	10.0
Book value, \$ mn	583	P/BV	0.9
Net income, \$ mn	52	ROE	8.7

Динамика стоимости акций


Источник: РТС

VZRZ

- Чистая прибыль в 3Q увеличилась на 4,1% к уровню 2Q, на 4% отстав от нашей оценки и на 17% - от консенсус-прогноза. Основные тенденции 3Q позитивны – рост базовых операционных доходов (8,2% QoQ), повышение чистой процентной маржи, улучшение показателей контроля над расходами.

- По нашим расчетам, чистая процентная маржа (NIM) в 3Q увеличилась с 5,1% до 5,4% - максимума с конца 2009 г.

- Основные факторы, поддерживавшие рост чистой процентной маржи – 1) снижение стоимости фондирования до исторического минимума благодаря отражению в отчетности завершившегося в мае процесса замены дорогих розничных вкладов дешевыми; 2) повышение доли работающих активов и начало разворота кредитных ставок; 3) опережающий рост наиболее доходного сегмента кредитования (ритейл). Чистый процентный доход увеличился на 8,9% QoQ – прежде всего, за счет сокращения процентных расходов на 6,1%.

- Качество кредитного портфеля оставалось в целом стабильным, рост доли NPL отмечаются в сегменте SME, в том числе из-за одного крупного кредита. Отчисления в резервы на потери по ссудам в 3Q увеличились на 25% (QoQ), практически совпав с нашими оценками, но превысили рыночный прогноз на 13%. Credit costs увеличились с 1,8% во 2Q до 2,1%, вернувшись на уровень 3Q10 (за 9M11 – 1,7%).

- Рост кредитного портфеля существенно замедлился в 3Q (+2,8%), и был обеспечен за счет розничного сегмента (+11,5%) и крупнейших корпоративных заемщиков (+8,6%), в сегменте же SME рост практически отсутствовал. Банк объясняет замедление роста кредитования нарастающей неопределенностью и более избирательным подходом к кредитованию заемщиков.

- Рост операционных расходов YoY замедлился с 25% до 20%, банку удалось снизить Cost/Income с 66% до 60%, в 2012 г. менеджмент ждет дальнейшего прогресса в результате проекта оптимизации расходов в сотрудничестве PwC.

- Руководство банка ожидает чистую прибыль в 2011 г. на уровне или несколько выше прежнего прогноза (1.1 млрд руб по РСБУ). Наш текущий прогноз чистой прибыли на 2011 г. МСФО – 1,5 млрд руб.

- Результаты 3Q выглядят умеренно позитивно для банка, однако в текущей ситуации более важны прогнозы на 2012 г., где прибыль может оказаться под давлением ухудшающихся макроусловий (замедление роста кредитного портфеля, рост затрат на резервирование, снижение чистой процентной маржи). Несмотря на тот факт, что банк сейчас стоит ниже капитала (P/BV 0,9), рентабельность капитала составляет менее 10%, что существенно ниже среднеотраслевого уровня. **Наша текущая оценка справедливой стоимости обыкновенных акций составляет \$32 за акцию, рекомендация «Держать».**

Итоги

22 ноября августа банк «Возрождение» первым из российских публичных банков опубликовал отчетность по МСФО за 9M11.

Итоги оказались весьма близки к нашим ожиданиям. Чистая прибыль по итогам 9M составила 1123 млн руб. увеличившись по сравнению с 9M10 в 2,8 раза. В 3Q чистая прибыль (411 млн руб) незначительно увеличилась по сравнению с показателем 2Q и достигла рекорда с конца 2008 г., на 4% отстав от нашей оценки и на 17% - от консенсус-прогноза. Основные тенденции 3Q были позитивны – рост базовых доходов (в том числе увеличение чистого процентного дохода на 8,9% QoQ), небольшое сокращение операционных расходов, стабильность доли проблемных активов. Продолжилось умеренное увеличение рентабельности капитала – до 9,3% в 3Q по сравнению с 9,1% во 2Q. Банку удалось добиться прогресса в увеличении чистой процентной маржи за счет рекордно низкой за последние годы стоимости фондирования в 3Q, а также некоторого увеличения доли работающих активов. Однако рост прибыли сдерживался значительным увеличением отчислений в резервы по кредитам, в сегменте SME обозначился рост проблемных кредитов. Кроме того, в 3Q рост кредитования существенно замедлился, а в основной клиентской нише банка (SME) практически остановился, что может замедлить рост доходов от кредитования в будущем.

Чистая прибыль оказалась на 17% ниже консенсус-прогноза, но основной тренд 3Q позитивен – рост Core operational income на 8,2% QoQ, увеличение чистого процентного дохода и чистой процентной маржи (NIM), улучшение контроля над расходами

По нашим расчетам, чистая процентная маржа (NIM) в 3Q увеличилась с 5,1% до 5,4% - максимума с конца 2009 г. По данным банка, рассчитывающего чистую процентную маржу по отношению к средним активам, показатель увеличился за квартал с 4,3% до 4,6% .

Чистая процентная маржа обновила рекорд с конца 2009 г. благодаря рекордно низкой стоимости фондирования, увеличению доли работающих активов и опережающему росту высокомаржинального розничного кредитования

Успех объясняется, прежде всего, продолжающимся снижением стоимости фондирования – в 3Q она сократилась до исторического минимума (с 4,3% до 4,0%) благодаря отражению в отчетности завершившегося во 2Q процесса замены дорогих розничных вкладов дешевыми. Так, стоимость обслуживания срочных розничных депозитов снизилась на 0,5 п.п. до 5,6%. Стоимость обслуживания корпоративных счетов сократилась на 0,3 п.п. за счет увеличения доли практически бесплатных средств на расчетных счетах с 60% до 63%. Это обеспечило снижение процентных расходов на 6,1% QoQ. Процентные доходы увеличились незначительно (+1,8%). Небольшой маржинальный эффект дало увеличение доли работающих активов за счет роста портфеля ценных бумаг на 17,5%, опережающий рост высокомаржинальных розничных кредитов. Также банк отмечает начало роста кредитных ставок – но пока оно не отразилось на доходности работающих активов (-0.2 п.п. QoQ).

Лeverидж (соотношение Loans/Deposits) достиг оптимального уровня 99%, дальнейший рост кредитования потребует увеличения депозитной базы, а рост рыночных ставок по депозитам в 4Q может в перспективе оказать давление на NIM

Между тем устойчивость достигнутого уровня чистой процентной маржи вызывает сомнения – прирост клиентских средств (+6,1% с начала года) существенно отстает от роста кредитного портфеля (+19%), а соотношение Loans/Deposits увеличилось с 88% на начало года до 99% - поэтому дальнейший рост кредитного портфеля без притока депозитов проблематичен. При этом в 4Q ухудшение ситуации с ликвидностью заставило банки приступить к активному повышению депозитных ставок, впрочем пока они делают это намного осмотрительнее, чем в конце 2008 г.

Рост кредитного портфеля существенно замедлился в 3Q (+2,8%), и был обеспечен за счет розничного сегмента (+11,5%) и крупнейших заемщиков (+8,6%), в сегменте же SME рост практически отсутствовал. Банк объясняет замедление роста кредитования нарастающей

Качество кредитного портфеля в целом стабильно, рост доли новых NPL отмечается в сегменте SME вследствие обесценения одного крупного кредита

неопределенностью и более избирательным подходом к кредитованию заемщиков.

Качество кредитного портфеля в целом относительно стабильно, доля NPL (1d+) незначительно увеличилась в 3Q с 8,31% до 8,4%, доля реструктурированных кредитов сократилась с 6,1% до 5,8%. Доля NPL снизилась в сегментах розницы и крупных корпоративных клиентов, но заметно возросла в сегменте SME (с 10,4% до 11,1%), в частности, в течение 3Q в число обесцененных попал один крупный кредит (более 500 млн руб).

Отчисления в резервы по кредитам существенно увеличились, отражая рост неопределенности

Отчисления в резервы на потери по ссудам в 3Q увеличились на 25% (QoQ), практически совпав с нашими оценками, но превысили рыночный прогноз на 13%. Credit costs увеличились с 1,8% во 2Q до 2,1%, вернувшись на уровень 3Q10 (за 9M11 – 1,7%). Отношение провизий к NPL (1d+) составляет сейчас 110%, а просроченные кредиты, которые относятся к NPL по стандартной международной терминологии (90 дней+), покрыты провизиями на 144%.

Заметное увеличение отчислений в резервы может объясняться как ранее объявленным намерением банка увеличить соотношение провизии/NPL (1d+) до более устойчивого уровня (120-140%), так и более консервативным подходом банка к кредитным рискам, с учетом роста турбулентности на финансовых рынках и ухудшения прогнозов для мировой экономики. Это логично с учетом традиционно консервативной политики банка, но также может быть сигналом тенденции общего возрастания кредитных рисков в секторе, которая будет видна в последующих отчетах банков по МСФО.

Темп роста операционных расходов (YoY) в 3Q замедлился, показатель Cost/Income сократился в 3Q с 66% до 60%

Рост чистого комиссионного дохода остается стабильно высоким (20% YoY), и традиционно он обеспечивает необычно высокую для российских банков долю в структуре общего операционного дохода (37%).

Финансовые результаты банка оказались устойчивы к обвалу фондового рынка – потери по ценным бумагам составили всего 28 млн руб., у банка сбалансированная позиция по ликвидности и валютным рискам.

Рост операционных расходов замедлился в 3Q с 25% до 20% YoY, в абсолютном выражении расходы сократились на 1,5% к уровню 2Q. Меры по оптимизации расходов позволили сократить административные расходы на 4,9%. Показатель Cost/Income несколько улучшился – с 66% во 2Q11 до 60%, что все же является худшим показателем для российских публичных банков.

В ходе пресс-конференции и телеконференции менеджмент банка осветил следующие вопросы:

- Зампред правления банка А. Долгополов подтвердил интерес В. Когана и еще 2-3 российских инвесторов к приобретению контрольного пакета акций, отметив, что «переговоры идут» - однако это утверждение, на наш взгляд, не содержит новой информации. Основным фактором представляется вопрос цены, которая устроила бы и продавца, и покупателя, что труднодостижимо при текущем состоянии рынка.

- Зампредправления банка А. Шалимов подтвердил планы SPO (10- 15% акций) во 2H12 при благоприятной конъюнктуре рынка и увеличении рентабельности банка. Необходимость в SPO объясняется постепенным снижением уровня достаточности капитала (на 30.09.11 достаточность капитала Tier 1 составлял 11,6% (целевой уровень не менее 9%), Tier 1+2 – 13,4% (целевой уровень не менее 11-12%)). Однако с учетом негативной ситуации на мировых финансовых рынках, по словам А.

Шалимова, сценарий SPO смещается из базового к оптимистичному.

- А. Шалимов считает, что предыдущий план по чистой прибыли (РСБУ) на 2011 г. (1.1. млрд руб) будет немного превышен (на 100-200 млн руб.).

- Динамику кредитного портфеля в 3Q А. Шалимов объясняет достижением годовых планов по росту кредитного портфеля, избирательным подходом к корпоративному кредитованию, ожиданием более отчетливого роста кредитных ставок. В 4Q значительного роста кредитного портфеля не ожидается.

- В отношении политики резервирования – банк в 4Q предполагает временное сезонное сокращение отчислений в провизии вследствие ожидаемых крупных погашений кредитов. В 2012 г. банк не исключает некоторого (несущественного) ухудшения качества активов, cost of risk ожидается не выше 2% и в базовом сценарии – близко к среднему уровню 2011 г. (1,7-1,8%).

- А. Шалимов ожидает стабилизации чистой процентной маржи (по активам) в 4Q близко к уровню 3Q 4,6%, что позволит достичь годового плана 4,2%. Повышение ставок по депозитам вряд ли окажет давление на чистую процентную маржу в 4Q11, но этот эффект может проявиться в 2012 г. (возможно снижение NIM на 20-30 б.п. в 1H12). В 4Q банк дважды повышал ставки по розничным депозитам (150-200 б.п. по рублевым вкладам, 100 б.п. – по валютным), этот эффект может проявиться с февраля 2012 г. Это будет частично компенсировано ростом ставок по корпоративным кредитам.

- В 2012 г. банк в базовом сценарии ожидает рост кредитного портфеля на уровне 15%, в стрессовом сценарии – до 5%, однако при этом ожидается рост прибыли на 10-15%. В случае SPO темпы роста портфеля могут ускориться.

- Банк продолжает проект повышения операционной эффективности в сотрудничестве с PwC, политика расходов остаются в центре внимания. Существенные результаты ожидаются с 3Q12.

Результаты 3Q выглядят умеренно-позитивно для банка, однако в текущей ситуации на первый план выходят макроэкономические риски, поэтому более важны прогнозы на 2012 г., где прибыль может оказаться под давлением ухудшающихся макроусловий (замедление роста кредитного портфеля, рост затрат на резервирование, снижение чистой процентной маржи). Несмотря на тот факт, что банк сейчас стоит ниже капитала (P/BV 0,9), рентабельность капитала составляет менее 10%, что существенно ниже среднеотраслевого уровня. **Наша текущая оценка справедливой стоимости обыкновенных акций составляет \$32 за акцию, рекомендация «Держать».**

Табл. 1 Отчет о прибылях и убытках, млн руб

	9M11	3Q11	3Q11E Совлин к	3Q11E cons	Отклон ение от оценки Совлин к	Отклон ение от консен суса	2Q11	3Q11/ 2Q11
Чистый процентный доход	5,243	2,022	2,022	2,032	0%	0%	1,857	9%
Отчисления в резервы	-1,646	-720	-706	-637	2%	13%	-576	25%
Чистый комиссионный доход	3,454	1,256	1,201		5%		1,192	5%
Операционный доход	7,351	2,571	2,596		-1%		2,591	-1%
Операционные расходы	-5,948	-2,059	-2,062		0%		-2,091	-2%
Прибыль до налогообложения	1,403	512	534		-4%		495	3%
Чистая прибыль	1,123	411	428	498	-4%	-17%	395	4%

Источник: данные компании, оценки Совлинк.

Табл. 2 Основные балансовые показатели, млн руб

	На 01.10. 2011 (факт)	оценка SOVLINK	Консен сус	На 01.01. 2011	Измене ние к началу года, %	Измене ние 1Q, %	Измене ние 2Q, %	Измене ние 3Q, %
Активы	176,746	177,459	177,532	166,158	6%	5%	0%	1%
Кредиты клиентам (gross)	136,691	136,821	136,626	115,236	19%	9%	5%	3%
Кредиты клиентам (net)	124,033	124,045	123,919	104,046	19%	10%	5%	3%
Резервы / Кредиты	9.3%	9.3%	9.3%	9.7%				
NPL / Кредиты	8.4%			10.5%				
Доля кредитов в активах, %	70%	70%	70%	63%				
Кредиты розничным клиентам (gross)	22,450			16,610	35%	5%	15%	12%
Доля в кредитном портфеле, %	16%			14%				
Кредиты SME	72,252			59,832	21%	10%	9%	0%
доля в кредитном портфеле, %	53%			52%				
вклады физлиц	87,241	87,111		85,251	2%	-1%	1%	2%
доля в обязательствах, %	63%			57%				
средства юрлиц	50,994	51,136		45,083	13%	16%	-5%	3%
доля в обязательствах, %	37%			35%				
Собственные средства	17,948			16,860	6%	2%	2%	2%

Источник: данные компании, оценки Совлинк.

Табл. 3 Финансовые коэффициенты, %

	9M11	9M10	3Q11	2Q11	1Q11	4Q10	3Q10	2Q10
Доходность работающих активов	9.7%	11.7%	9.5%	9.7%	9.0%	10.0%	10.6%	11.8%
Стоимость фондирования	-4.4%	-6.2%	-4.0%	-4.3%	-4.7%	-5.2%	-5.9%	-6.3%
Чистый процентный спред	5.3%	5.4%	5.5%	5.4%	4.3%	4.8%	4.6%	5.4%
Чистая процентная маржа	4.9%	4.6%	5.4%	5.1%	3.9%	4.3%	4.1%	4.7%
ROE	8.6%	3.2%	9.3%	9.1%	7.5%	4.4%	4.3%	2.9%
ROA	0.9%	0.4%	0.9%	0.9%	0.7%	0.5%	0.5%	0.3%
Cost/Income	65.1%	67.7%	60.1%	66.0%	70.8%	86.1%	69.5%	68.1%

Источник: данные компании, оценки Совлинк

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

© ООО «СОВЛИНК» 2011.

Содержащаяся в настоящем Аналитическом отчете 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 и ничто в Аналитическом отчете не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США.

Настоящий Аналитический отчет носит исключительно ознакомительный, аналитический характер, отражает личное мнение аналитика(ов) ООО «СОВЛИНК» и не может толковаться как рекомендация ООО “СОВЛИНК” или его аналитиков или основание покупки или продажи ценных бумаг и/или производных финансовых инструментов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги, а также не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг или производных финансовых инструментов. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при осуществлении операций (сделок) с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами.

Настоящий Аналитический отчет не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и интересов какого-либо лица, которое может получить настоящий Аналитический отчет. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций к ООО «СОВЛИНК» по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги и/или производные финансовые инструменты, указанные в настоящем Аналитическом отчете, им также следует понимать, что прогнозы в отношении будущих планов эмитентов 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 течение времени. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности эмитентов не обязательно определяют будущие показатели их деятельности. Курсы иностранной валюты могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу и/или производный финансовый инструмент, указанные в Аналитическом отчете. 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.

Аналитический отчет составлен на основе общедоступной информации и сведений, ставших доступными неограниченному кругу лиц, в том числе в результате их распространения. Подготовившее настоящий Аналитический отчет лицо(а) исходило из того, что упомянутые в Аналитическом отчете эмитенты раскрывают информацию в объеме, порядке и сроки, предусмотренные законодательством Российской Федерации о рынке ценных бумаг.

ООО “СОВЛИНК” не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в Аналитическом отчете информации, 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 этот Аналитический отчет одновременно, ни относительно того, что ООО “СОВЛИНК” будет обновлять данный материал на регулярной основе, сообщать обо всех изменениях, вносимых в Информацию, а также исправлять неточности, содержащиеся в Аналитическом отчете.

Ни ООО “СОВЛИНК”, ни его аналитики не несут ответственности за содержание настоящего Аналитического отчета, а также за прямые и косвенные убытки от использования Информации.

ООО “СОВЛИНК”, его аффилированные лица, аналитики, подготовившие настоящий Аналитический отчет, директора и сотрудники ООО «СОВЛИНК» имеют право владеть, покупать и продавать любые ценные бумаги и/или производные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем Аналитическом отчете, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данном Аналитическом отчете эмитентов.