

Авторы отчета:

Беленькая Ольга, аналитик по финансовому сектору, belenkaya@sovlink.ru

ВТБ, итоги 2Q10 (IFRS)

ДЕРЖАТЬ
VTBR
Целевая цена: US\$ 5.4 (GDR)
Потенциал роста: 0.4%
Stock data

Ticker	VTBR	M.Cap, \$ mn	28139
Shares	104605	Free Float, %	14.5
Ords'mn	41		
Shares Pref	-	Free Float, \$ mn	4080
Bid Ords, \$	5.14	Offer Ords, \$	5.42

Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	-4.3%	7.2%
Relative to	Ords		
RTSI		0.5%	5.8%
Price range, \$			
High	Ords	5.68	5.93
Low	Ords	4.96	4.20

Financials, 2010E

Assets, \$ mn	135	P/E	18.6
	877		
Book value, \$ mn	18 914	P/BV	1.5
Net income, \$ mn	1 498	ROE	8.5%

Динамика стоимости акций


Источник: РТС

- Прибыль по итогам 2Q (9.8 млрд руб) оказалась на уровне ожиданий рынка. Несмотря на убыток по финансовым инструментам (-5.6 млрд руб), основные показатели во 2Q показали положительную динамику и превысили ожидания рынка.

- Безусловным успехом можно считать значительное увеличение кредитного портфеля во 2Q (+11%). Это существенно превысило ожидания рынка и оказало позитивное влияние на снижение доли неработающих кредитов и рост процентных доходов. В то же время сохранение столь высоких темпов роста кредитного портфеля вызывает сомнения, особенно с учетом годового прогноза менеджмента в 15% (корпоративный сегмент).

- Чистая процентная маржа (NIM) 3 квартала подряд держится выше 5% при среднеисторическом уровне около 4.5%. Во 2Q зафиксирован рекордный показатель маржи (5.5% по данным ВТБ) при продолжающемся снижении NIM у ближайшего конкурента – Сбербанка. Позитивное влияние на маржу ВТБ оказали стабилизация доходности работающих активов (благодаря повышению доли кредитов, компенсированному снижению рыночных кредитных ставок), а также продолжающееся сокращение стоимости фондирования. По итогам 1H менеджмент повысил прогноз NIM на 2010 г. с 4.6% до 5.0%.

- Во 2Q впервые с начала кризиса заметно сократилась доля неработающих кредитов (NPL) – с 10.2% до 9.5%, что в значительной степени объясняется ощутимым ростом кредитного портфеля. Это позволило банку значительно сократить отчисления в резервы – с 2.5% кредитов в 1Q до 1.7% при увеличении уровня покрытия NPL до 98%. Между тем, Сбербанк в политике резервирования гораздо консервативнее - credit costs во 2Q составили 4.1% при уровне покрытия плохих кредитов в 137%.

- Рост комиссионных доходов во 2Q10/2Q09 составил 24%, в 1H10/1H09 22%. Это сильный результат, обеспеченный за счет значительного увеличения комиссий в розничном сегменте..

- Операционные расходы оказались несколько ниже ожиданий, -2% к уровню 1Q. Показатель Cost/Income во 2Q увеличился до 45.7% с 38.2% в 1Q. В целом показатели контроля над расходами у ВТБ и Сбербанка сопоставимы.

- Менеджмент подтверждает прогноз чистой прибыли в 2010 г. на уровне 50 млрд руб, что должно стать рекордом за всю историю.

- Мы позитивно оцениваем результаты ВТБ, отмечая успехи менеджмента в повышении доли базовых доходов, снижении волатильности доходов из-за колебаний на финансовых рынках. Наша оценка 12-месячной справедливой стоимости GDR ВТБ составляет **\$5.4**, рекомендация **«Держать»**.

Итоги

02 сентября 2010 г. группа ВТБ опубликовала неаудированную финансовую отчетность за 1Н10 по МСФО.

Результаты в целом оказались весьма близки к ожиданиям рынка, что уже само по себе можно рассматривать как

прогресс (представляя 3-летнюю стратегию, менеджмент уверял, что будет стремиться к повышению предсказуемости финансовых результатов и сглаживанию резких колебаний доходов и расходов, характерных для предыдущих лет). По итогам 1П10 чистая прибыль составила 25.1 млрд руб, практически совпав с консенсус-прогнозом (25 млрд руб), мы ожидали еще более высоких результатов (27.8 млрд руб). Во 2Q прибыль составила 9.8 млрд руб, что ниже рекордного значения 1Q (15.3 млрд руб) из-за убытков по финансовым инструментам вследствие значительного ухудшения конъюнктуры рынка в этот период. Рентабельность капитала во 2Q составила 7.5% против 11.9% в 1Q. В целом же все основные показатели во 2Q показали положительную динамику и превысили ожидания рынка.

Основной позитивный сюрприз – рост кредитного портфеля на 11%, что положительно отразилось на показателях качества портфеля и процентных доходов.

Позитивным сюрпризом стал рост чистого процентного дохода на 6% по отношению к 1Q, показатель на 8% превысил консенсус-прогноз и на 3% - нашу оценку. Это обусловлено значительным ростом кредитного портфеля, стабилизацией доходности работающих активов и продолжающимся снижением стоимости фондирования.

Безусловным успехом можно считать значительное увеличение кредитного портфеля во 2Q (+11%), в итоге размер портфеля на 7% превысил ожидания рынка. Это обеспечено 12%-ным увеличением объема кредитов корпоративным заемщикам и 5%-ным – розничным. В то же время менеджмент в пресс-релизе отмечает, что рост кредитования оставался неустойчивым и сопровождался усилением конкуренции за качественных заемщиков.

Чистая процентная маржа уже 3 квартала подряд превышает 5%, что для ВТБ – аномально высокий уровень. Во 2Q маржа достигла рекордного значения за всю историю (5.5%), в то время как у Сбербанка продолжается снижение этого показателя

Другим следствием повышения доли кредитов в активах (с 64% на начало года до 70%) стала стабилизация доходности работающих активов на уровне 1Q, несмотря на продолжающееся рыночное снижение кредитных ставок. Отметим, значительное снижение доходности работающих активов отмечалось во 2Q у двух отчитавшихся ранее российских банков – Сбербанка и Возрождения, из-за чего чистая процентная маржа этих банков продолжала сокращаться. Одновременно продолжающееся сокращение стоимости заимствований позволило ВТБ повысить чистую процентную маржу во 2Q до 5.4% (по данным банка 5.5%) против 5.2% в 1Q. В целом же чистая процентная маржа ВТБ уже 3 квартала подряд превышает 5% при среднеисторическом уровне в районе 4.5%. При этом, хотя разрыв по этому показателю со Сбербанком (6.6% во 2Q) заметно сокращается, он все еще остается существенным.

Благодаря значительному росту кредитного портфеля, банку удалось добиться значительного прогресса в снижении доли неработающих активов (NPL). Вопреки ожиданиям рынка, она не продолжила рост, а существенно сократилась впервые с начала кризиса – с 10.2% до 9.5%. При этом объем NPL и реструктурированных кредитов сократился не только относительно выросшего кредитного портфеля, но и в абсолютном выражении, хотя и гораздо скромнее. Между тем, зампред правления банка Г. Моос ожидает пика просроченных кредитов в 3Q (10-12%).

Улучшение качества кредитного портфеля позволило

Первое с начала кризиса снижение доли NPL позволило банку заметно сократить отчисления в резервы, не ухудшая показателей покрытия неработающих кредитов.

Рост комиссионных доходов превышает 20% YoY, основной вклад в ускорение вносят розничный и инвестбанковский сегменты

Положительный тренд – рост доли базовых доходов, снижение волатильности доходов вследствие колебаний на финансовых рынках

Настораживающий момент – растущий разрыв между начисленными и полученными процентными доходами

банку сократить отчисления в резервы с 15.5 млрд руб в 1Q до 11.7 млрд (мы и рынок предполагали сохранение показателя на уровне 15 млрд руб). С учетом значительного роста кредитного портфеля, credit costs сократились еще заметнее – с 2.5% кредитного портфеля до 1.7%. Хотя провизии снизились с 9.8% до 9.3% кредитного портфеля, показатель покрытия провизиями NPL увеличился с 94.5% на начало года до 98.3%. Однако отметим для сравнения, что Сбербанк и Возрождение пока не считают возможным сокращать долю провизий, сохраняя credit costs не ниже, чем в 1Q (Сбербанк 4.1%, Возрождение 2.7%). При этом у Сбербанка уровень покрытия провизиями NPL превышает 136%.

Доля просроченных (от 1 дня) кредитов стабилизировалась на уровне 8.9%. Доля реструктурированных кредитов сократилась с 12.9% на конец 1Q до 10.7%, при этом и объем реструктурированных кредитов сократился с 327 до 302 млрд руб.

Отличным результатом является и высокий рост чистого комиссионного дохода (+31% к 1Q, +24% ко 2Q09). Показатель превысил и наши оценки, и ожидания рынка. Значительный рост комиссионных доходов в 1H10 (+22%) обеспечен, прежде всего, розничным и инвестбанковским сегментами, что соответствует принятой стратегии банка.

Операции с финансовыми инструментами во 2Q были убыточны (-5.6 млрд руб) против дохода в 8.4 млрд руб в 1Q. Это связано с существенным ухудшением конъюнктуры рынков и отрицательной переоценкой портфеля ценных бумаг.

Базовый доход (чистый процентный + чистый комиссионный) во 2Q10 увеличился на 8.5% к 1Q и на 23% превышает уровень 2Q09. В целом по итогам 1H10 операционный доход до резервов увеличился на 12.6% к аналогичному периоду прошлого года, а доля базового дохода возросла с 87% до 95%, что в русле намерений руководства повысить стабильность банковских доходов.

Операционные расходы оказались несколько ниже наших и рыночных ожиданий. По сравнению с 1Q10 снижение составило 2%, расходы на персонал сократились на 17% после пика в 1Q. В целом по итогам 1H10 операционные расходы увеличились на 23%, расходы на персонал – на 17%. Во 2Q соотношение Cost/Income, по нашим оценкам, увеличилось с 38.2% до 45.7%, а по итогам полугодия составил 42.3% (стратегический целевой уровень менее 40%).

Одной из традиционных особенностей ВТБ является существенное расхождение процентных доходов в P&L и отчете о движении денежных средств. В 1H10 разрыв между ними составил 25%, в 1H09 18.8%. Высокое и растущее превышение начисленных доходов над полученными теоретически может указывать как на значительную долю кредитов, по которым заемщики не платят процентов (например, по реструктурированным кредитам), но могут быть и другие причины. Так,

менеджмент объясняет его временным разрывом между начислением и получением дохода из-за разнообразия графиков процентных выплат. Г. Моос заявил, что начиная с 3Q банк будет работать над последовательным сокращением этого разрыва.

В ходе телеконференции и пресс-конференции зампреда правления Г. Моос сообщил следующее:

- прогноз менеджмента по чистой прибыли в 2010 г. сохраняется на уровне 50 млрд руб., что должно стать рекордным результатом за всю историю.
- менеджмент ожидает сохранения позитивной динамики корпоративного кредитования, прогноз на 2010 г. 15% представляется весьма консервативным с учетом 1H.
- прогноз чистой процентной маржи на 2010 г. повышен с 4.6% до 5% (что отражает сильные показатели 1H10 – по данным банка, в этот период NIM составила 5.3% против 4.2% в 1H09).
- давление снижающихся рыночных ставок на доходность активов пока сохраняется, но до сих пор банку удавалось поучать выгоду за счет более активной переоценки стоимости фондирования.
- стоимость фондирования продолжит снижаться до конца 2010 г., однако возможности банка здесь постепенно истощаются.
- банк планирует продолжать привлечение рыночных заимствований, с диверсификацией по регионам и валютам. Так, до конца года на рынках Европы, Азии и Ближнего Востока планируется занять до \$2 млрд. Приоритетом является фондирование на внутреннем долгом рынке по отношению к внешнему и рост доли клиентских средств в обязательствах со снижением доли оптового фондирования.
- менеджмент не ожидает абсолютного снижения резервов в 2010 г. Пик просроченных кредитов (10-12%) ожидается в 3Q. Уровень покрытия провизиями NPL будет колебаться около 100%.
- относительно сделки по приобретению Транскредитбанком никаких конкретных соглашений с основным акционером – РЖД – пока не достигнуто.

Замминистра финансов А. Саватюгин сообщил сегодня, что правительство готово продать 10%-ный пакет акций ВТБ в 2010 г. и еще 25% в течение 3 лет. Г. Моос считает, что решение о продаже крупных пакетов, по всей вероятности, будет приниматься в тесном контакте с менеджментом. Он надеется, что в случае решения о продаже можно избежать давления крупных пакетов на рыночные цены, поскольку есть основания ожидать высокого спроса со стороны инвесторов.

Мы позитивно оцениваем результаты ВТБ, отмечая успехи менеджмента в повышении доли базовых доходов, снижении волатильности доходов из-за колебаний на финансовых рынках.

На наш взгляд, отчетность может оказать умеренно-позитивное влияние на рынок, хотя в целом показатели соответствуют тренду, а ожидания улучшения финансовых результатов в 2010 г. уже заложены в текущие рыночные цены. Наша оценка 12-месячной справедливой стоимости

GDR ВТБ составляет \$5.40, рекомендация «Держать». Мы смотрим на акции ВТБ с осторожным оптимизмом и планируем пересмотреть модель оценки акций с учетом результатов 1H10.

Табл. 1 Основные балансовые показатели, млн руб

	На 30.06. 2010 г. (факт)	оценка Совли нк	Консен сус	откло нение от оценк и Совл инк	откло нение от консе нсуса	На 31.12. 2009	Измен ение с начал а года, %	Измен ение 1Q10, %	Измен ение 2Q10, %
Активы	3,628	3,652	3,527	-1%	3%	3,611	0.5%	-6.9%	7.9%
Кредиты клиентам (net)	2,553	2,334	2,390	9%	7%	2,310	10.5%	-0.8%	11.4%
Кредиты клиентам (gross)	2,816	2,598	2,642	8%	7%	2,545	10.6%	-0.2%	10.8%
Доля кредитов в активах, %	70.4%	63.9%	63.9%			63.2%	11.3%	7.8%	3.3%
NPL/Gross Loans	9.5%	10.6%	10.6%			9.8%			
Provisions/Gross loans	9.3%	10.2%	10.2%			9.2%			
Кредиты корпоративным клиентам	2,374	2,151	2,200	10%	8%	2,110	12.5%	0.5%	11.9%
Кредиты розничным клиентам	442	446	442	-1%	0%	435	1.6%	-3.7%	5.5%
Доля в кредитном портфеле, %	17.3%	19.1%	18.5%			17.1%			
средства клиентов	1,689	1,681	1,642	0%	3%	1,569	7.6%	-0.9%	8.6%
депозиты физлиц	551	551	527	0%	5%	477	15.5%	3.5%	11.6%
депозиты юрлиц	1,138	1,129	1,115	1%	2%	1,092	4.2%	-2.8%	7.2%
Собственные средства	524	532		-2%		505	3.8%	3.1%	0.7%

Источник: данные компании, оценки Совлинка

Табл. 2 Отчет о прибылях и убытках, млн руб

	1H10	2Q10	2Q10 оценка СОВЛИ НК	2Q10 консен сус	отклон ение от оценки Совли нк	отклоне ние от консенс уса	1Q10	2Q10/ 1Q10
Чистый процентный доход	86.4	44.4	43.1	41.1	3%	8%	42.0	5.7%
Отчисления в резервы	-27.2	-11.7	-15.0	-14.3	-22%	-18%	-15.5	-24.5%
Чистый комиссионный доход	11.8	6.7	5.6	6.1	21%	10%	5.1	31.4%
Операционный доход	76.5	35.8	37.5	34.9	-4%	3%	40.7	-12.0%
Операционные расходы	-43.9	-21.7	-22.0	-22.7	-1%	-4%	-22.2	-2.3%
Прибыль до налогообложения	31.6	13.1	15.5	12.2	-16%	7%	18.5	-29.2%
Чистая прибыль	25.1	9.8	12.4	9.7	-21%	1%	15.3	-35.9%

Источник: данные компании, оценки Совлинка

Табл. 3 Финансовые коэффициенты, %

	1H10	1H09	2Q10	1Q10	4Q09	3Q09	2Q09	1Q09
Рентабельность доходных активов	10.2%	11.7%	10.3%	10.4%	11.1%	10.9%	11.6%	11.3%
Стоимость привлечения пассивов	-5.4%	-7.5%	-5.6%	-5.8%	-6.4%	-7.2%	-7.3%	-7.5%
Чистый процентный спред	4.8%	4.2%	4.7%	4.6%	4.6%	3.7%	4.3%	3.8%
Чистая процентная маржа	5.2%	4.3%	5.4%	5.2%	5.3%	4.4%	4.4%	4.1%
ROE	9.8%	-16.7%	7.5%	11.9%	-10.9%	-12.5%	-11.8%	-21.2%
ROA	1.4%	-1.7%	1.1%	1.8%	-1.6%	-1.6%	-1.2%	-2.2%
Cost / Income	42.3%	38.8%	45.7%	39.5%	52.8%	57.5%	37.7%	40.0%

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

©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.